全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么是价值投资

Value Investing

[美] 劳伦斯·柯明汉姆／著
田 路／译



. 59
52

華夏出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面向应用的价值投资指南

刺破股市迷雾
回归价值本真

从《华尔街日报》到著名的金融站点Thestreet.com，价值投资是当今被提及次数最多的投资战略。投机者似乎可以夸耀其短期的高回报率，但在中长期，价值投资者却遥遥领先。即使是在20世纪90年代股市泡沫的大崩溃中，价值投资者仍然斩获颇多。但是，什么是价值投资的精准定义呢？为了在投资组合中应用该战略，你还需要再了解些什么？

劳伦斯·柯明汉姆是当今美国在价值投资研究领域的领军学者之一。在本书中，他提供了应用价值投资的金融战略来获利的一系列知识和投资工具，包括：

- 衡量股票真实价值的方法，而非追随情感驱动型的市场定价。
- 仅仅投资于落在你“能力圈圈”范围内的公司。
- 使用10个投资原则，评估待加入你投资组合的股票的价值。

《什么是价值投资？》致力于塑造战绩辉煌的价值投资者，帮助你选定高质量的、经得起时间考验的投资项目，从而锁定闪亮的高投资回报率。

劳伦斯·柯明汉姆，是美国波士顿大学的法学和商学教授，代表著作包括《比聪明的投资者更聪明》和《如何像本杰明·格雷汉姆那样思考，像沃伦巴·菲特那样投资》。在美国，柯明汉姆教授还是诸如《福布斯》和《Money》类的最著名财经类媒体，和包括CNN、CNBC和PBS在内的全国电视网络，追踪采访的对象以及爆光率最高的人物之一。





责任编辑◎李杰
封面设计◎鸿妙

ISBN 7-5080-3506-2
定价：12.80元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么是价值投资？

劳伦斯·柯明汉姆 著
田 路 译

华夏出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

什么是价值投资？/(美)柯明汉姆著；田路译
－北京：华夏出版社，2004.6
("什么是"系列)
ISBN 7－5080－3506－2

Ⅰ.什… Ⅱ.①柯… ②田… Ⅲ.金融投资 Ⅳ.F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 055819 号

Lawrence A. Cunningham: *what is value investing?*
Copyright©2004 by McGraw－Hill Companies, Inc
Chinese language edition published by Huaxia Publishing House
本书英文版于 2004 年出版。
本书中文版专有出版权由 McGraw－Hill 授予华夏出版社，版权为华夏出版社所有。
未经出版者书面允许，不得以任何方式复制或抄袭本书内容。

版权所有，翻印必究。
北京市版权局著作权合同登记号：图字 01－2004－3862

什么是价值投资？

(美)劳伦斯·柯明汉姆　著
田路　译

策　　划：陈小兰
责任编辑：李杰
出版发行：华夏出版社
　　　　　(北京市东直门外香河园北里 4 号　邮编：100028)
经　　销：新华书店
印　　刷：北京京科印刷有限公司
版　　次：2004 年 8 月北京第 1 版
　　　　　2004 年 8 月北京第 1 次印刷
开　　本：1/16 开
印　　张：7.75
字　　数：105 千字
定　　价：12.80 元
本版图书凡印刷、装订错误，可及时向我社发行部调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　　录

第 1 章　当今的投资模式 …… 1
第 2 章　价值投资的传统 …… 7
第 3 章　能力圆圈 …… 17
第 4 章　财务分析 …… 25
第 5 章　复利原理 …… 31
第 6 章　价值度量 …… 39
第 7 章　折现率 …… 51
第 8 章　市场价格 …… 57
第 9 章　骗局与幻觉 …… 63
第10章　长期报告问题 …… 75
第11章　未来报告问题 …… 83
第12章　如何购买股票 …… 91
第13章　购买股票以外的投资选择 …… 99
第14章　重要原则总结 …… 109

索引表 …… 113

www.51180.com 理想在线证券网

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章

当今的投资模式

价值投资再次变得时髦起来了。在 20 世纪 90 年代的股市狂潮中，只有少量的投资者仍然坚持自己的投资原则：寻找并投资那些市场价值被低估的股票。大部分投资者靠在市场上投机获利，他们承受巨大的风险，最后损失惨重，而价值投资者却幸免于难。尽管投机者似乎可以夸耀他们在短期内的高回报，价值投资者在长期内却遥遥领先。当前，虽然价值投资理念重新获得重视，但很多人仍然缺乏一个清晰的概念：什么是价值投资。本书将对此进行详尽的介绍。

当今世界有五种投资模式占据统治地位：

- 价值投资者：他们依靠对公司财务表现的基础分析找出那些市场价格低于其内在价值（公司未来现金流的现值，这将在以后的章节中讨论到）的股票。这种战略最早可以追溯到 20 世纪 30 年代，最早由哥伦比亚大学的本杰明·格雷汉姆（Benjamin Graham）和大卫·多德（David Dodd）提出。由于伯克希尔·哈撒威（Berkshire Hathaway）公司首席执行官兼主席沃伦·巴菲特（Warren E. Buffett）的使用，价值投资战略在 20 世纪 70 到 80

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年代受到推崇。

- 增长投资者：他们致力于寻找那些经营收益能够保证公司内在价值迅速增长的公司。著名投资者兼作家菲力浦·费舍尔（Philip Fisher）在20世纪50年代最早采用这种价值投资战略的变种。麦哲伦基金经理彼得·林奇（Peter Lynch）在80年代对其进行了大胆的扩展。
- 指数投资者：他们通过购买股票来复制一个大的市场细分，如标准普尔500。格雷汉姆认为这种投资战略对防守型投资者很有效。范格尔德基金创始人约翰伯格（John Bogle）在20世纪80年代推广了这种战略。
- 技术投资者：他们采用各种图表来收集市场的行为，以此来显示投资者预期是上升还是下降，市场趋势如何，以及其他的“动力”指标。这种战略被《投资者商业日报》的创始人威廉·奥尼尔（William O’Neil）大力推崇并在20世纪90年代末被广泛采用。
- 组合投资者：他们确知自己能够承受的投资风险水平并通过建立一个多元化的投资组合来承担这个风险水平。这个理论最早在20世纪50年代被提出，并在70年代被一群获诺贝尔奖的经济学家所完善。70年代初，这种战略由于普林斯顿大学经济学家伯顿·莫卡尔（Burton Malkiel）的名著《华尔街漫步》而开始流行。

所有投资哲学的中心问题都是价格与价值之间的关系。价值投资者和增长投资者认为价值和价格是不同的；指数投资者不确定自己是否能找出这二者的关系；技术投资者只关心价格而不关心价值；组合投资者则认为价格就是价值。

这些不同的信念产生了不同的投资策略：

- 价值投资者寻找那些价值被低估的股票；
- 增长投资者寻找那些近期的增长显示其价值与目前的市场价格相符合的公司；
- 指数投资者认为最保险的投资策略就是购买那些能够代表整个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场状况的股票；

- 技术投资者寻找那些能够迅速地以更高价格脱手的股票；
- 组合投资者相信价格与价值是独立的。价格的变化反映了风险，而投资者应该选择一个证券组合来承担所需要的风险水平。

表格 1.1 展示了这五种投资模式的关键原则。

表 1.1 投资模式

投资模式	代表人物	价格 - 价值关系	方法
价值投资	格雷汉姆/多德巴菲特	不定的，而且可以可确定的	关注于价值，寻找那些定价低于价值的投资对象
增长投资	费舍尔/林奇	不定的，而且可以可确定的	关注于增长，寻找价值增长速度快于价格增长的投资对象
指数投资	伯格	不能确定	忽略价值 - 价值关系，而购买"整个市场"的一部分
技术投资	奥尼尔	可能是有联系的，但并不相关	关注于价格趋势
组合投资	莫卡尔	相互独立	将风险偏好与价格 - 价值观险水平相配合

为方便说明，我们举个例子：假设 IBM 股票昨天在纽约证券交易所以 $ 50/股收盘。在不同的投资哲学下，不同的因素决定了是否应该购买这支股票（是否卖出的考虑在概念上与此相对，我们将在第 8 章深入讨论）。

- 价值投资者：(a) 他们会考虑 IBM 公司未来现金流的现值以及这个现值是高于还是低于 $ 50/股。(b) 只有在现值至少是 $ 60 美金的时候他们才会买这支股票 [价值与价格间的 $ 10 差异代表 20% 的"安全利润率"($ 10/ $ 50 = 20%)；非常保守的价值投资者甚至会坚持要求更高的利润率]。
- 增长投资者：(a) 他们会关注 IBM 在销售额、收益和现金流等相关方面的增长可能性。(b) 如果他们认为 IBM 股票的价值和价格都会在近期向 $ 60 增长则会购买这支股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 指数投资者：(a) 他们完全不考虑单个股票的价格与价值关系。(b) 他们只是简单地购买基金，由此购买了 IBM 和几百支其他公司的股票。
- 技术投资者：(a) 他们对市场上的蛛丝马迹保持警觉，通过市场线索的分析来测量 IBM 股票价格在近期向上走或向下走的可能性。(b) 如果谣言显示价格有向上走的趋势，他们就会购买股票（这群投资者如果在预期价格趋势是下跌时也有可能会卖空，也就是在当前锁定 $ 50 的价格并在未来以预期的更低价格购买这支股票）。
- 组合投资者：(a) 他们认为这一切都是浪费时间，因为 IBM 股票 $ 50/股的价格就代表了 IBM 的当前价值。(b) 重要的问题是 IBM 的风险水平（通过比较 IBM 股票历史价格的波动性和整个市场的波动性）是否与投资者的风险偏好相符合。

价值投资和增长投资这两种投资哲学有所重叠。它们对价格—价值关系有相同的看法。但它们各自侧重于强调未来的不同方面。价值投资强调确定股票价值并将之与价格相比较。增长投资则强调由增长带来的价值并将这个价值与价格相比较。从这个意义上说，增长投资战略是价值投资战略的堂兄弟。这两种战略的支持者认为投资分析者是可以确定股票价值并与价格相比较的。

指数投资战略则服务于那些没有能力或不愿意进行价值分析的投资者。这种战略不需要特殊的技能或幕后分析的努力。投资回报反映的是整个指数的市场表现而不是某些选定的股票的表现。价值投资或增长投资的热衷者们认为指数投资是那些缺乏技能或时间来进行价值分析的投资者的首选（尽管如此，知晓价值投资的基本哲学仍然有助于这些被动的投资者们理解哪些因素在驱动着他们的这些一般性投资，这一点将在第 12 章中详细说明）。

在价值投资者看来，技术投资者实际是在投机，而不是投资。他们试图根据投资者的动向来预测价格趋势，通过研究股票价格变化的历史模式来提炼出对未来的预测。这种方式实际上不太应该被称作一种投资方法，其期限也太短了，不足以成为投资。技术投资对理性投资者来说没有什么吸引力，但在市场持续繁荣的时候却能甚嚣尘上。20 世纪 90

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年代正是大量投资者盲目痴迷技术投资的巅峰时期。

技术投资的一个分支，称为“动力交易”（momentum trading），在20世纪90年代末风行一时。大部分投机股票价格的攀升更加大了这种吸引。这种方法的采用者们过分自信地以为自己是敏捷灵巧的股票选择者而沾沾自喜，很多人甚至从来没有考虑过所投资公司在从事什么业务，是否盈利，也从来不看公司的财务报表。有5年的时间，绝大部分的股票，包括那些业务摇摇欲坠的公司股票价格都持续上涨，这就更使得这种自我陶醉的情绪不可遏抑。

在这期间，大量的新投资者涌向股市，尽管他们几乎不懂得如果阅读一份财务报表或其他投资的基本原理。甚至连经验丰富的投资者们也开始醉心于搜集市场谣言与印象而放弃了对事实和数据的分析。无经验的投资者从来没有听说过价值投资这回事，而经验老到的投资者也相信所谓的“新经济”已经使价值投资不合时宜。历史总有惊人的相似，最众所周知的就是20世纪20年代的美国股市，其虚假繁荣在1929年的“大崩溃”中达到了顶点。

经济发展的灾难促使本杰明·格雷汉姆和大卫·多德总结归纳价值投资的哲学。20世纪20年代末的投资气氛最显著的特点就是投资组合管理技术。这种投资方式由内部信息和市场印象所驱动。格雷汉姆通过为投资哲学设定一个清晰的思维框架来帮助投资者们提高投资水平。他的价值投资框架虽然需要投资者作出更多判断，却为他们提供了一个坚实的分析基础。

组合投资战略是为建立投资哲学框架进行的一个更大胆的尝试。它的核心假设就是价格等于价值。如果所谓的“效率市场假设”成立的话，价值投资将毫无用武之地。这种情况下，试图通过购买市场价格低于其内在价值（未来现金流的现值）的股票而无风险地获取超额投资回报无异于天方夜谭。

在效率市场上，一个公司的业务风险反映为其股票价格历史波动与其他公司的股价的关联程度。这一关键的投资指标被称为股票的β值。倡导者们利用β值作为风险量度来指导组合投资者进行最适合于其风险偏好的投资（第7章将进行额外的详尽阐述）。

组合投资理论向前迈进了一大步。它认为人们可以通过建立一个多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元化的证券组合来消除与其中任何一支证券相关的特定风险。任何一支证券的风险都被其余证券的回报所抵消。组合投资的精髓就在于分析β值，并设计一个最优的多元化投资组合。人们对这种投资工具有效性进行了大量的数学和计量经济学研究，得到的各种证据对此理论毁誉参半。

价值投资者对效率市场理论和这个理论所倡导的价格与价值独立，以及β值是风险的有效度量等说法持怀疑态度。他们的投资记录也是反对这种理论的一个有效实证依据。市场上涌现了太多的成功的价值投资者，这是效率市场倡导者们所无法回避的。而太多的股票表现出其价格高于或低于价值也使得效率理论无法自圆其说。同时，β值虽然能够度量价格波动的风险，却无法反映企业的业务表现或价值。

市场泡沫绝非偶然，而是一个被高速的技术革新和过分乐观的情绪所驱动的市场环境的征兆。这种乐观情绪盲目扩张，大群的普通投资者错误地以为自己通晓了整个商业和股票市场，而经验老到的投资者也开始涉足其所不了解的业务领域。

同样，市场萧条也不是偶然的，而是一种相反力量的征兆——新手们开始退却，而老手也过分畏缩。剩下的人则饱受煎熬，其苦难的程度和持续之长则远远超过了市场繁荣时期的喜悦。

价值投资者认为无论是长期还是短期，股票市场都是不可预测的。而惟一有一定把握能够确认的，是基于公司过去业务表现和现有信息对其业务的长期表现进行的分析。价值投资者通过对这些信息的分析来确认公司价值并将其与市场价格相比较。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章

价值投资的传统

www.55188.com 理想在线证券网

价值投资可以部分地认为是一种思维方式，其特征是习惯性地将股票的价格与背后的公司业务的价值联系起来。基础分析的基本原理是价值投资的工具。它产生于以下三种传统。

本杰明·格雷汉姆的安全利润率原则是第一种传统。这个原则要求所购股票的价格必须充分地低于其估计的价值。这种检测需要进行全面的商业分析。首先，价值投资者利用简单的过滤手段将备选股票缩小在投资者所理解并有能力进行评估的业务范围内（这个范围通常被称为“能力圆圈”）。

约翰·伯尔·威廉姆斯（John Burr Williams）完善了价值投资的第二个核心传统。这种定量分析的传统要求对公司的内在价值进行估计，在计算内在价值时，人们先利用现有数据对公司未来现金流进行保守估计，然后求得未来现金流的现值以此作为公司内在价值。这个原则隐含的道理是：现在手中的 1 美元比未来的 1 美元更值钱（第 5、6、7 章将详细阐述此原理）。

菲力浦·费舍尔添加了价值投资的第三个传统。这种定性分析的传统要求投资者们通过仔细分析找出那些具有长期发展前景的公司。一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有前途的公司必然拥有一些独特的商业特权（别人所不具备的资源或能力），比如消费者忠诚度、无与伦比的品牌认同度和强大的市场影响力等。商业特权同样也可以是高素质的经理人队伍。

沃伦·巴菲特将这三种传统融于一炉并使其登峰造极。巴菲特采用了综合性的价值投资方法。他把这种做法简单地称为投资，而认为修饰语“价值”纯属多余。其他的价值投资者则侧重的方面有所不同，于是产生了一系列的价值投资模式。但他们的共同点是都承认价格与价值的不同。

格雷汉姆：价值投资之父

本杰明·格雷汉姆的《聪明的投资者》（The Intelligent Investors）是这位价值投资哲学的主要创立者和大力倡导者的经典著作。很多人都曾阅读过此书，它最早于 1949 年出版并且有很多后续版本。这本书的核心观点是建立长期战略和股票选择的框架来避免投资失误。

格雷汉姆与大卫·多德合著的《证券分析》(Security Analysis) 更详尽地建立起了价值投资的框架（支持者们认为出版于 1940 年的第 2 版是最详尽的版本）。该书强调对资产负债表（资产和负债）的分析以决定公司价值。这本经典著作的当前版本，由其他人重写，同时也强调了对损益表（收入和费用）的分析以评估价值。

争论的中心在于这些著作是永恒的经典还是已经过时。其实这两个极端都是不对的；事实上，他们都是部分正确的。批评家们抱怨说这些著作的最初版本已经过时，因为它们都只是强调当时的行业，如铁路、公用事业和重工业等。其实格雷汉姆也关注于分析资产负债表和资产价值。今天的商业更大程度上依赖于无形资产，而投资群体也在更大程度上关注资产所能产生的现金流而不是其在资产负债表上所占有的价值。

《证券分析》和《聪明的投资者》的内容确实多多少少有些过时，其文笔也过于艰深。格雷汉姆同时代的投资者大多是那些专业人士，他们会不辞辛苦地研读这些著作。而今天的投资者构成则更加多元化，他们来自不同的行业并且习惯于轻松的写作风格。我们这个时代的信息密度和人们注意力的分散要求更简洁的作品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当今的经济包含了更加广泛的商业领域，从在线音乐到制药不一而足。这些领域大大超越了格雷汉姆喜欢用来作为说明的行业。同时，当今的商业采用了更多样化的资产分类，各个商业领域对有形资产和无形资产的相对依赖程度也大不相同。版权和专利权的价值常常超越了传统的产业资产的价值。

格雷汉姆的基本原则在今天依旧是适用的。“安全利润率”原则仍然是其基石——购买价格要充分低于价值来避免在资本市场上的损失。这样做的主要目的是保存资本。支付过高的价格将承受过大的市场风险。这个原则类似于药品的最高原则即首先不能有害——同样地，首先不能赔钱。

格雷汉姆把投资定义为：通过有效分析，保障本金的安全并产生足够的回报（至少等于通货膨胀率）的经济行为。他认为其他的行为都属于投机。这种哲学反对投机，而关注长期的良好经营。它要求对公司进行评估，不管对象是安休斯布什公司还是微软，或者是其他公司。这种投资原则在短期内效果并不显著，但在长期却是回报丰厚。

格雷汉姆提供了一种有十项条目的分析筛选工具用于进行投资对象的选择。这个分析工具一半用于度量财务能力，另一半用于度量风险的各个方面。财务能力的关键是保持一个比较高的流动比例（流动资产/流动负债）和谨慎控制长期负债相对于账面价值和清算价值的比例（第 4 章对此进行详细解释）。为了降低风险，格雷汉姆设定了谨慎的公司选择标准：公司股票回报率至少应是高等级公司债券的两倍，公司当前的市盈率水平应该低于过去 5 年此比例峰值的一半（第 6 章将讨论这些条目）。

格雷汉姆深知运气的好坏在投资（在生活中也一样）中扮演了一个重要的角色，但运气并不能掌控一切。所以投资的目标应该是在运气处于低谷的时候如何控制损失。当今的投资者往往不遵循这种原则，他们热衷于当日交易、通过动力分析来进行投资的策略，以及市场跟风。这些高风险的操作都是试图通过非价值的标准来判断市场动向。仍然也有投资者沿袭着价值投资的传统哲学，他们的做法则是缓慢而仔细地建立起一个可控数量的投资对象，而这些投资对象都控制在投资者所熟悉的领域；同时进行资金成本均摊（一种根据设定的时间间隔对特定证券投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入规定数量的资金的投资操作方法，将在第 12 章中深入探讨)。

格雷汉姆将所有投资者划分为两大类：防守型投资者和进取型投资者。但不管对于哪种类型的投资者来说，最小化损失都比最大化收益更重要。当损失被控制在最小时，收益也会高于平均水平。

费舍尔：关注增长的先驱

格雷汉姆关注于对公司的财务分析，而对公司管理层素质或商业环境等因素却关注甚少。费舍尔扩大了基础分析的范围，开始关注这些定性分析的领域。管理团队对于成长中的公司非常重要，而对于那些正在加速业务转型和技术革新中的公司的风险管理和商业战略更为重要。

费舍尔非常看中商业策略对公司的价值的重要性，例如品牌拓展和产品包装，它们能够为公司创造价值、经济商誉和产生高于行业或同业平均的回报率的能力。这种能力可以被利用于这个日趋全球化的世界，公司可以建立起全球性的品牌并利用这个品牌推出新的产品线或拓展原有产品线。一个很好的例子就是那些娱乐公司，他们的同一产品有印刷、电影、VHS、DVD 和网络等多种格式以及多种语言的版本。

费舍尔强调，即使那些价格低于公司内在价值的投资也可能是糟糕的投资，由此他进一步缩小了价值投资对象的范围。一项业务被价值低估往往不是毫无理由的，例如其管理水平低下。在他看来，当一个价格很有吸引力的投资对象价格被完全发现之后也会变得平平常常。

在费舍尔的年代，投资的财富只能产生于两种途径：一种是传统的价值投资（购买那些价格低于价值的证券并持有直至价格等于或高于了内在价值)，另一种是购买那些定价合理但增长迅速的公司。他们的销售额和收益（今天我们又加入了现金流的考虑）增长之快使得公司能够从增长中获得利润。前一种途径就是基于格雷汉姆理论的纯粹价值投资。后者则是费舍尔所首先倡导的增长而非价值投资，这也导致了这两种投资哲学的分野。

费舍尔提供了一个有 15 项条目的标准来甄选出具有增长潜力的公司，其中就包括公司面临的潜在市场是否足够大，以及能否保证今后多年中的销售增长。读者不妨考虑一下对于汽车制造商和汽车电池制造商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来说市场饱和点有何不同。在全球化的浪潮中，市场扩张的机会对于那些跨国公司来说更加巨大了。他们可以把现有产品推向全世界，也可以根据各地域市场口味的不同推出量身定制的新产品。

威廉姆斯：现金流的作用

一个公司、一份股票或者其他任何生产性的资产的价值都是其未来现金流的现值。威廉姆斯详细阐释了这一点，强调对折现现金流（DCF）的分析，这是今天最为流行的分析评估方法。这种方法的流行，却也恰恰掩盖了一个重要的事实：价值易于定义却难于度量（说来容易做起来难）。格雷汉姆和费舍尔发展起来的分析工具在评估中仍然必不可少。

过分依靠折现现金流分析的一个危害就是人们易于把股票简单地划分为价值型股票和增长型股票两种。很多专业人士，包括那些在共同基金工作的人都试图利用这种划分来差异化他们的产品。但这二者实质上差别甚小。

对一个公司（或其他任何生产性资产）的价值评估需要估计其未来可能的业绩并将这些业绩折现为现值，而未来可能的业绩则包含了任何能预期到的增长（或者萎缩）。

所以对增长（或缺乏增长）的考虑已经整合到了评估行为当中。这也支持了那种观点，价值投资这种称呼其实是多余的：投资本身就是一项支付价格低于价值的深思熟虑的决定。只有投机者才会指望通过价值增长超过其支付价格而获利。

如果我们排除这些命名的混淆，价值投资一般被定义为：购买那些低市盈率，低价格/账面价值比例或高股息回报的公司。但这些指标本身并不能使一个公司成为价值投资的对象，事情并不是如此简单。缺少这些指标的公司往往也能拥有充分的安全利润率和定性分析的优势，使其能够进入到价值投资者的投资组合中。

增长并不直接与价值对等。收入的增长可以意味着价值的增长。但收入的增长也可以意味着费用的上升，而有时候往往费用增长得比收入更快。增长只有在其带来的收入高于成本的时候才能创造价值。一个需

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要重新投入的 1 美元来使得收入增长 99 美分的公司对持股者来说毫无意义，它可能是一支增长型的股票，却不是一支价值型的股票。

巴菲特：集大成者

沃伦·巴菲特把这些观点融于一炉。价值投资的要素是：对那些在投资者自身能力圆圈内的业务进行分析以找出那些产生高资本回报的公司（相对于资本成本），然后投资于那些可以以最低成本购得的公司。表格 2.1 总结了价值投资的关键人物和他们的主要贡献。

表 2.1 价值投资奠基人

人物	角色	核心观点	著作
格雷汉姆	价值投资之父	安全利润率原则；关注于资产负债表；10 项条目的分析筛选工具	《聪明的投资者》；《证券分析》；《财务报表解释》
费舍尔	强调定性分析方面和增长的作用	水桶方法；关注于利润；15 项条目的分析筛选工具	《普通股与非比寻常的利润》
威廉姆斯	折现现金流分析	关注于现金流	《价值投资理论》
巴菲特	诸家观点集大成	能力圆圈；商业分析	《沃伦·巴菲特随笔：给美国公司的经验教训》（年度信件汇编）

价值投资的变种

价值投资有很多的变种。这种投资哲学可以根据个人的口味和能力而变化应用。主要的价值投资者创造出了一系列的模式。

费舍尔就是一个很好的例子。很多人将价值投资之父格雷汉姆与增长投资之父费舍尔相比较。但因为价值投资和增长投资实际上互为孪生兄弟，所以费舍尔其实是创造了价值投资的一个变种。它们之间的差别只是模式和侧重的不同而没有根本性的差异。

在格雷汉姆和多德众多追随者的成功记录中，最知名的就是巴菲特的随笔《格雷汉姆和多德式的超级投资者》（The Superinvestors of

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Graham - and - Doddsville)。他记录了一系列的价值投资者，他们都采用了价值投资哲学的某种变化模式。有的投资者分散其投资对象，而另外一些人则把财富集中地投在一组股票上。大部分人都强调在投资前对所投资对象的业务有充分了解，但也有一部分人认为对所投资和持有的对象业务只需要有合理水平的了解。

哥伦比亚大学商学院的布鲁斯·格林瓦德（Bruce Greenwald）教授出版了一系列的随笔来更新和完善巴菲特的超级投资者理论。他举出了大量的价值投资者来强调这种方法的一些细微变种。有的投资者完善了评估的方法，将价值定义为一个拥有充分信息的实业家愿意为购买一个公司的等价资产而支付的金额。另一些投资者将价格的历史波动与内在公司价值联系起来。其他人则将这种创新与更加传统的评估指标综合起来以提高投资的规范性。还有的投资者则强调某些催化剂事件，如接管和破产重组等，有助于那些价值被价格低估的企业发现其真正价值。

在多种多样的价值投资者和他们各自的投资模式中，那些最严格追随格雷汉姆的往往被称为纯粹价值投资者。而那些在方法中强调了其他传统或加进了现代思潮影响的投资者则通常被称为修正价值投资者。不管称呼如何，所有价值投资者的共同点都是承认股票价格与商业价值间的差异以及遵从安全利润率的原则。而他们的共同特征是，都拥有超乎寻常的投资业绩。

广大价值投资者

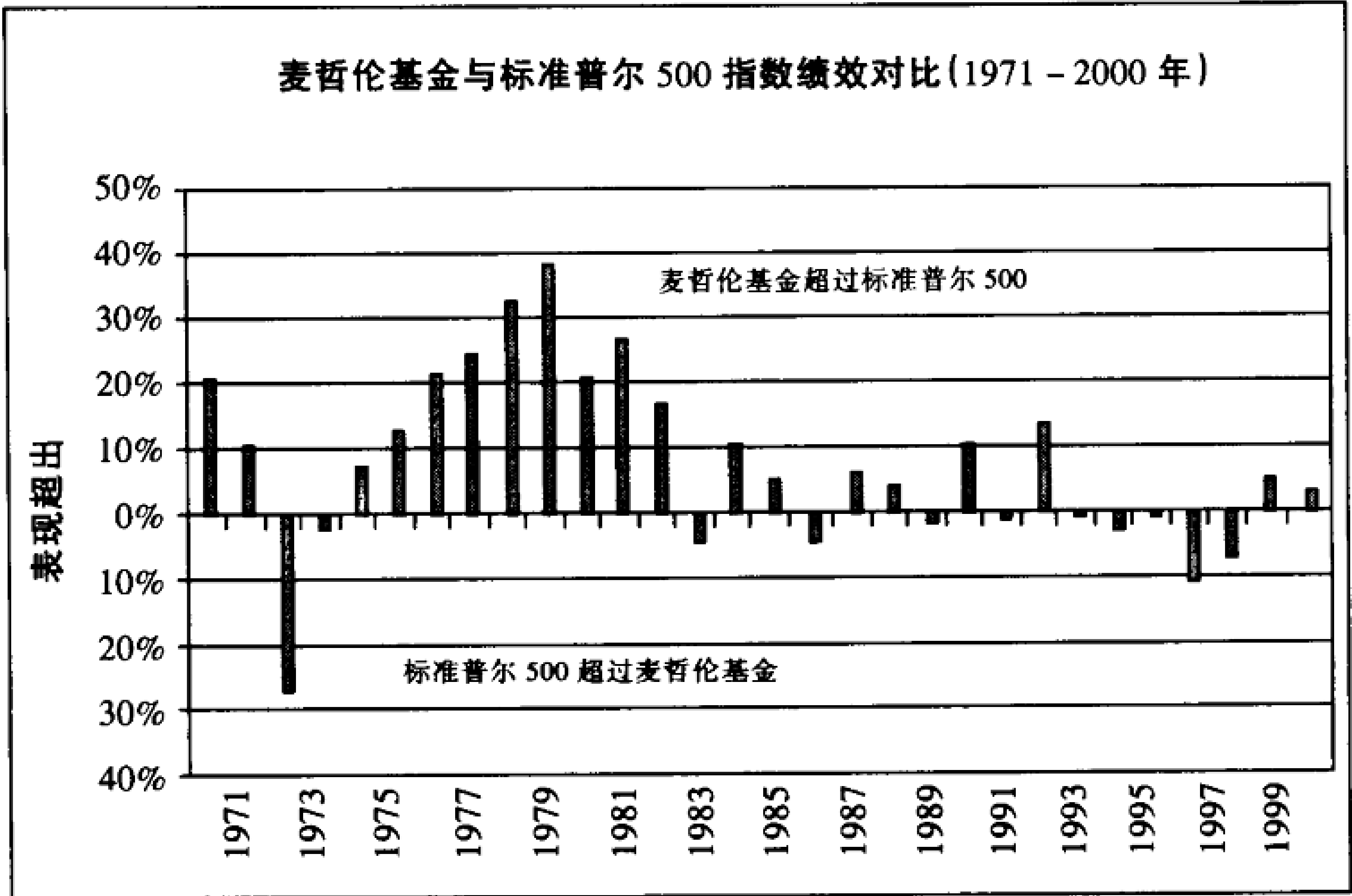
价值投资是充满挑战性的。确定公司的质量并进行价值估算难度颇大。很多想尝试学习价值投资的投资者往往转向了别的选择——指数基金。这是为适应今天繁忙的节奏而推出的“聪明的投资者”的当代版。正如指数投资的主要倡导者约翰·伯格所讽刺的那样，价值投资是次优的投资哲学。对于那些缺乏必须的训练来进行价值投资的人，伯格的讽刺是适用的。但对于那些拥有价值投资知识的人来说，则没有比这更优的方法。

我们在此不妨比较过去几十年中美国市场上两个最卓越的投资选择的业绩：麦哲伦基金，由彼得·林奇创立，因采用价值投资的变种增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资理论进行投资而著称；标准普尔 500，代表了伯格的指数投资理论。在 1971～2000 年间，麦哲伦基金在多数年份业绩都超越了标准普尔指数，而且通常是遥遥领先。只有在少数年份标准普尔指数业绩领先，并且优势并不明显。表格 2.2 显示了此对比。

表 2.2 价值投资与指数投资



资料来源：梅尔·斯塔特曼和乔纳森·斯希德所著《巴菲特的先见之明和后见之明》（圣克莱大学工作底稿 No. 00/01－37，2001 年 6 月）

价值投资对投资者智力的要求不高，它的要求并不是天才的级别。但价值投资对常识和良好的判断力却有比较高的要求。而培养这些本领则依赖于一个精确的思维框架。实践者们需要对这个框架进行调整并加以整合来满足他们自己的特定要求。

价值投资多少带有几分好奇的意味。它的热爱者们往往对理念问题很感兴趣。他们热衷于阅读商业分析和投资方面的各种书籍并认为这至关重要，因为他们觉得没有单独的一本书（包括本书在内）能够提供关于某一特定主题（当然也包括投资）的所有知识。

一些顶尖的价值投资者也热衷于发表著作来展示他们的成果。格雷汉姆、费舍尔和威廉姆斯都曾经出书来阐释他们的交易。而其他人则仿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效巴菲特，通过给投资者写信来详细解释他们的投资哲学。

反复阅读高质量的投资方面的书籍和随笔能够拓展投资者的视野。除了前面提到的那些投资者和作家（包括本书作者在内）的著作以外，关于价值投资的值得一读的书籍还有罗伯特·哈格斯通（Robert Hagstrom）、珍妮特·洛厄（Janet Lowe）、蒂莫西·维克（Timothy Vick）和马丁·惠特曼（Martin Whitman）的著作。

随着读者投资知识和经验的积累，价值投资将越来越清晰地作为一种投资的基本哲学出现。通过清晰、明确而富有逻辑性的方法来学习价值投资的原理能够帮助投资者建立一种思想观点和思维框架，而这种思维框架将更多地成为一种个人哲学而不仅仅是投资分析的工具箱。分析工具确实很重要——本书也将介绍一些关键的分析工具，但一种投资哲学的智力基础永远是其最显著的特征。

价值投资者思想开明。他们不是技工，不仅仅教人们如何操作。他们知道如何选择合适的分析工具来进行投资。这需要有对历史、商业、会计的丰富知识，良好的判断力，基本的心理学知识，以及针对特定商业领域的特殊知识（例如，针对保险行业的精算知识、针对时尚产品行业的消费者偏好的知识和针对媒介公司的受众信息偏好的知识等等）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章

能力圆圈

实行价值投资需要进行商业分析。成功的商业分析要求充分了解公司的经营环境，而惟一成功的途径就是关注于那些投资者能够充分了解的公司。一个投资者所能充分了解的公司的集合称为他或她的能力圆圈。价值投资的基本原理就是要清晰地定义一个人的能力圆圈并保持在这个范围内进行投资。

商业领域

价值投资者通过评估他们对一个公司的产品、顾客和经营环境的熟悉程度来决定他们是否了解这个公司的业务。投资者的个人兴趣和口味会影响其能力圆圈，投资者自身所处的行业是一个很好的投资起点，因为他对其有充分了解。个人的消费习惯则是第二个影响能力的因素。公司的地域远近是第三个影响因素。

价值投资者不断地提问自己。他们会问：这个公司在销售什么样的产品或者提供什么样的服务？公司的产品或服务是如何被消费者使用的？消费者需要这些产品或服务吗？需求的稳定性有多高，公司的竞争

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定位如何，能否持续发展？公司产品相对于可能的替代品来说差异化程度有多高？消费者在意这些差异吗？有多在意？公司提高产品价格但销售量并不降低的可能性有多大（这称为特权价值或经济商誉，将在第6章中探讨)?

谁是公司的目标客户/客户群？公司的大部分销售收入是来源于一个或几个客户，还是拥有数量巨大的客户群？主要客户的财务稳定性有多高?

公司如何销售其产品？公司的市场地域分布如何？市场对经济低迷的敏感性程度如何?

公司是否能够迅速地适应快速变换的经济形势和商业环境？公司供应链的稳定程度如何？员工关系如何？公司所从事经营的区域政治经济风险水平如何？这是一个老牌公司，或者是新兴企业?

价值投资者还关注于相关的商业模式：产品和其品牌或商品的特殊程度、供货的来源和成本、分销渠道、消费者习惯和口味，以及公司组织和设计。他们会质疑一个公司是如何应对各种挑战，这些挑战诸如全球化、互联网和电子商务的兴起，有形资产重要性下降，更多依靠服务创造利润等。

对这些基本方面的评估可以解决两个问题。首先，它决定了这项业务是否在投资者的能力圆圈以内。其次，它启动了判定这项业务是否值得投资的程序。对于那些不能有效获得评估所需信息的投资者来说，这就意味着该公司在他们的能力圆圈以外。如果他们能够获得这些信息，他们就应该考虑这些因素将如何影响公司创造未来利润的能力的。

回答上面提到的一系列问题都需要信息。公开披露和新闻报道为投资者建立公司档案提供了充足的信息。费舍尔创造出一种他称为“四面出击”的著名方式来解决信息搜集的难题——那就是访谈所有对公司有所了解的人，从供货商、企业员工、客户到其他的行业参与者以及行业专家等等。

专业的投资人有充分的时间和能力去进行这样的信息搜集。但对大多数的非专业投资者来说，他们只能依靠公开信息，而这些信息多是以年度为单位发布的。尽管效率市场理论的倡导者们反对公开信息可以用于甄选投资对象的说法，价值投资者却认为其对于商业分析至关重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个公司的商业特权的作用就是能产生超常的经营业绩。商业特权使得公司能够创造相对更高的资产回报——也就是说持股者投资的收益高于新增资本的成本。商业特权的作用就在于他通过压制竞争对手使得这种高回报能够持续下去。

商业特权的例子包括像专利或政府执照这样的法律障碍。也可以是更无形的东西，例如品牌忠诚所带来的消费者偏好，可口可乐和哈利·大卫森就是很好的例子。有的价值投资者相信这些商业特权是一个公司能够在较长时期内持续地产生高资产回报和保持收益增长的关键原因。

评估一个公司的竞争定位在任何估值分析中的都相当关键。进行估值所需要的相关输入还包括利润率和和资本成本等要素。对这些要素的分析中包含了对产业经济利益、公司优劣势及相关的可持续性的评估。

大部分的要素都可以在公开发表的财务报告中获得，这些财务报告构成了价值评估的框架，这将在今后章节中探讨。价值投资者需要先确定投资目标在他们的能力圆圈以内，然后才能进行这些判断和使用这些分析工具。

与能力圆圈相关的一个部分涉及到公司管理质量问题。我们这个时代对此的时髦称呼是“公司治理”。这一点很重要，因为企业管理是使得企业经营成果流向股东或其他利益相关者的渠道。评论者们经常谈到的方面包括采取最优实践、确定理想的董事会规模以及建立合适的董事委员会等。

上面提到的这些问题都很重要，但管理者才是公司治理中最关键的要素。价值投资者们寻求那些由能干而诚实的管理者所经营的公司。再优秀的公司也可能被糟糕的管理者所毁掉。价值投资者会利用一切可用的信息来寻找那些与他们要求相符合的管理者。所以，价值投资者除了会质询有关业务的基本问题外，还会提出关于公司由谁在管理以及管理者是否能干而可靠这样的严格问题。如果一个投资者无法确知投资对象管理方面的信息，那么该投资对象也在其能力圆圈以外。

会计在能力圆圈中的角色

会计在价值投资中至关重要，能力圆圈要求投资者对会计有基本的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了解。会计是资本分配的关键，正确应用会计原理能够实现资本的合理配置，反之则会浪费资本。价值投资者把会计理解为一种信息展示的方式，而不是企业追求的终极目标。非价值投资者却并不总是认可这一点。

我们举一个经典案例来加以说明。这是一个关于公司董事会成员所面临的股利分配决策的例子。假设这个公司（公司甲）持有另一个公司（公司乙）价值3000万美金的股份（从税收角度计），而这些股票的市场价值只有400万美金，董事会决定撤出这项投资。考虑两种可选择的方法。

A计划是把这些公司乙的股票作为红利发放给公司甲的股东。这种做法将同时削减公司甲资产负债表上的资产和所有者权益项。而股东可以获得400万美金。B计划则是卖掉这些股份，这样从会计和所得税计算的角度看，公司甲便有了2600万美金的收入损失，于是可以抵扣大约800万美金的应付税款。公司甲可以将出售股份获得的400万美金分配给股东，这与A计划中股东的收益是相同的。但公司甲在B计划下还可以另外将节约的800万美金税款也分配给股东。

尽管B计划似乎更加经济，但董事会仍然选择了A计划。他们的考虑是很多市场参与者关注公司收入情况超过关注资产水平，他们不想因B计划而承受收入损失造成公司股价下跌。在股东的压力之下，董事会的决议最终获得了认可。市场对很多表面现象的反应要远远快于对基本问题的反应。

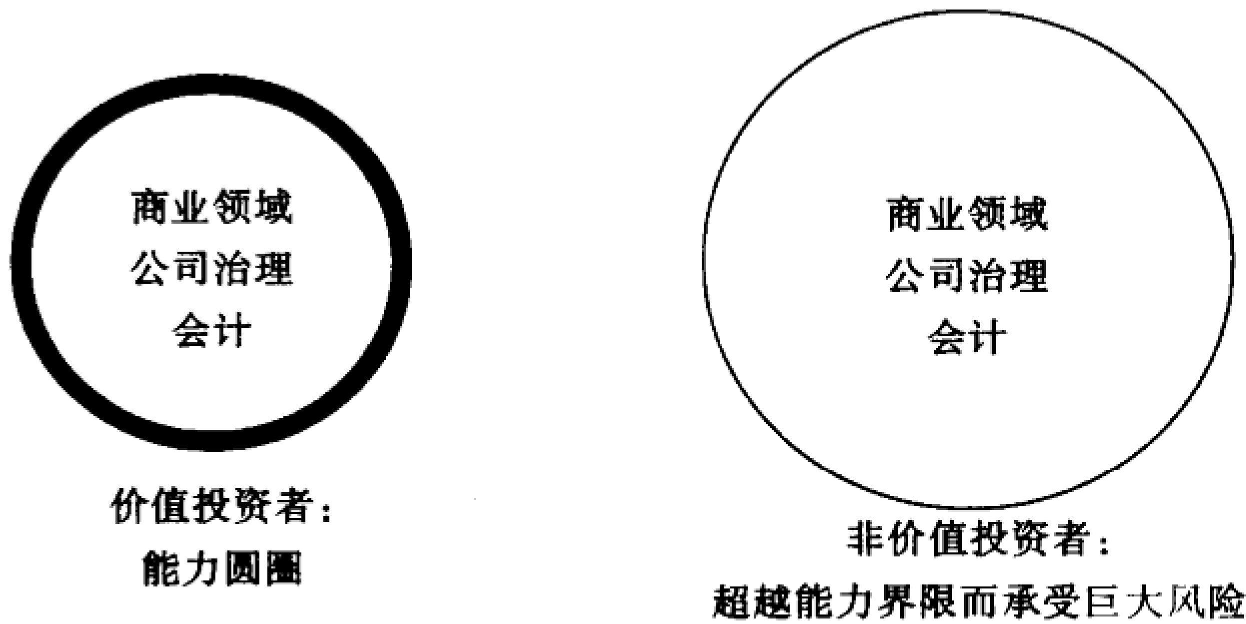
在这种市场口味下所形成的公司文化往往更重视对数字指标的操控（如何摇狗尾巴）而不是如何作出合理的商业决策。安然公司（Enron Corp.）就是一个例子。该公司认为实现优异的会计指标（最大化报表上的会计收入）比实现卓越的经济效益（最大化股东税后现金收益）重要的多。安然公司的风险管理政策清晰地表明了这一立场，认为“会计业绩重于经济业绩”。该政策称：

公司对收益的报告遵循会计的规范和准则。其结果并不总是与潜在的经济效益相吻合。尽管如此，公司仍然以会计收入而不是潜在经济利益来作为衡量公司管理业绩的标准。因此，风险管理策略相应地由会计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指标而不是经济业绩来指导。

这是一种退步的做法，它破坏了会计只是一种工具而不是最终目标的说法。实际上会计只是记录现实和评估现实的工具。它的表现形式就像一幅画作，人们可以从不同角度进行创造和分析。但正如艺术家和评论家为艺术作品制定了规范的评价标准一样，会计虽然将复杂的现实简化为了简单的表格形式，其仍然要遵循一些评判的法则。所以会计知识与商业知识和管理知识一样，是价值投资者能力圆圈的一个重要部分。请参看图 3.1。



价值投资者将他们的选择范围限制在他们所能了解的公司和业务领域内，同时考虑他们是否能够充分地评估公司的治理结构和管理素质，以及是否能够了解基本的会计问题。而他们由此得到的投资对象集合可能比非价值投资者的要小得多。但他们的投资集合的界限被充分地强调和明确了。换句话说，一个投资者的能力圆圈的大小并不重要，重要的是知道自己的能力圆圈的边界在哪里。

图 3.1 了解一个人的局限

有一个古老的笑话，某经理问他的会计师："2 + 2 等于多少?" 会计师回答道："你想要它是多少?" 所以，公司经理和会计师说他们的数字是 3、4 还是 5 并不重要，重要的是他们是遵循什么样的法则得到这些答案的。

当财务问题出现模糊地带的时候，很多与这个笑话类似的问题就会出现。例如什么时候确认销售已经完成，应该为已经发出的货物提取多少坏账备抵，财务套利交易应该如何度量等等。对这些问题所采用的会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计方法可能会对投资者有利或不利，而价值投资者则知道自己希望所投资公司采用什么样的会计方法（第 9 到第 11 章将提供更多的例子）。

这正是投资者了解少量会计知识的意义所在。注册会计师作为专家，对会计知识了如指掌，拥有同样知识的投资者会在投资的这个方面占有优势。但这不是必须的，价值投资者不需要是专家，他们只需要拥有少量的会计知识和洞察力。

投资者需要熟悉会计的基本方面——各个财务报表及它们互相之间的关系、报表上的主要账户类型、会计典据的出处、会计准则允许和要求的自由决定空间（这也产生了公司管理者粉饰数字的诱惑）。这些知识一般可以在基础会计课程上获得。

会计涉及到对数据的记录、度量和加总，它所面临的最大挑战是如何以及何时对财务交易进行分类。在每个阶段都必须作出判断。为了使得会计报表的结果能够有助于投资者，会计师试图为如何对待各种事件而建立"答案"。

于是，所有的数字信息，甚至包括那些概要数字都成为了投资者了解公司与上一段时期相比或与竞争对手相比，经营状况有多好或者有多糟的可靠依据。要进行这种比较，公司之间必须采用统一的会计准则来记录各种交易。

这种准则体现为一系列的会计指导方针，被称为"一般公认会计准则"(GAAP)。一般公认会计准则的来源很广泛。主要的准则来源于会计界的领导人物们达成的共识，这个群体称为"财务会计标准委员会"(FASB)。

很多会计公告都是多年来争执、磋商、辩论和妥协的产物。一般公认会计准则是财务会计标准委员会的选择结果。而这些选择并不是可以反复验证的科学程序的产物。一般公认会计准则最好被理解为一种传统，其存在的目的是为了增加公司之间财务报告的横向及纵向可比性。

在实践操作中，对某些财务事件可能有不只一种"正确"的会计处理方法。在这种情况下，财务会计标准委员会往往就会允许对此种事件有多种会计处理方法，但所选择的会计方法必须被一般公认会计准则的框架所接受并且需要在财务报告中进行披露。

指导会计标准设定的是一系列财务会计和报告需要达到的目标。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些目标是一些很基本的理念，例如向企业外部人，特别是投资者提供有用的信息。这包括资产、负债、权益以及这些项目如何随时间推移而变化的信息。

会计处理的成果是建立起了一个详尽的体系。这个体系通过将大量的数字和各种各样的交易浓缩在简单的财务报表中降低了决策的复杂性。一般公认会计准则有时会与人们的直觉不符，但他们都有基于那些基本的理念和原则的内在逻辑性。价值投资者需要熟悉这些一般公认会计准则的逻辑依据。

当商业的复杂性增加的时候，会计的复杂性也增加了。价值投资者严格地将投资对象选择控制在他们所能了解的业务范围内，同时，他们对这些业务的会计处理也比较熟悉。会计将经济现实提炼为有用的财务报告，在这个过程中，它也面临很多挑战。今后的章节将提供更多的例子有助于读者理解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章

财务分析

资产负债表是对历史事实的记录，它能帮助其使用者预测评估未来。损益表则是企业以往业绩的体现，其变化性更大。忽略其中的任何一个都是错误的。事实上，评估历史经营业绩最重要的单项标准是权益回报率——一个损益表项目除以一个资产负债表项目。这个指标度量了股东所投入资本获得的回报结果，因而十分重要。

由于最终的价值存在于未来现金流中，所以第三种会计报表现金流量表也很重要。现金流量表的最大优点是它将那些录入了损益表和资产负债表的会计操作还原了。这三种会计报表经由适当的方法编制并配合了叙述性的解释，能够提供一个完整的公司业务和财务状况的图景。

格雷汉姆赞成使用资产负债表作为主要的商业分析参考，而损益表为辅。这两种报表现在仍然很重要，但在自格雷汉姆时代以来，现金流量表理论充分发展，目前已经成为有效的信息补充。

价值投资要求检验一个公司的业务和财务状况。计算和解释财务指标有助于实现此目的。这些指标关注于测量一个公司的财务能力和财务风险。

让我们从公司的资产负债表入手。当账期到来的时候，公司是否能够按时偿还贷款？公司管理短期资产和负债的能力如何？流动比例和速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动比例这两项指标能很好地回答这些问题。

流动比例体现的是流动资产（现金和一年内可以变现为现金资产，例如存货和应收账款）与流动负债（一年内将到期的债务义务，如短期票据）的关系。参看图 4.1。格雷汉姆是流动比例的大力倡导者，他坚持认为，为了保持健康的财务能力，企业的流动比例应该控制在至少 2:1的水平。

$$\frac{\text{流动资产}}{\text{流动负债}}$$

图 4.1 流动比例

今天，绝大部分的价值投资者意识到随业务类型的变化最优的流动比例水平也会变化，对大部分业务而言，1 到 2 之间的流动比例是比较理想的。流动比例低于 1 表明企业有流动性问题；流动比例高于 2 表明企业有低效率问题——存货应该更快周转或者应收账款应该更快收回。

速动比例在计算中去除了流动性相对较小的流动资产，因而更集中地关注于流动性——满足马上到来的财务义务的能力。参看图 4.2。

$$\frac{\text{（现金 + 应收账款）}}{\text{流动负债}}$$

图 4.2 速动比例

负债/权益比例评估的是资本结构。它度量了企业的财务杠杆——对企业资产固定的长期要求权相对于剩余的股东要求权的比例如何。参看图 4.3。财务杠杆对企业很有价值，但必须控制在一定限度内。所以，负债/权益比例在 2 到 3 之间是比较理想的。但如果达到 8、9 或者 10 就是很危险的，尤其是如果企业经营不能产生足够的现金来支付定期的固定债务的话。最优的负债/权益比例随相应的资产质量而变化。格雷汉姆再次采取了强硬路线，他筛除掉了很多按今天标准看来其负债/权益比例还算适当的公司。

为了测试资本结构的最优比例，价值投资者同样也考虑了公司的覆盖比例。这项指标将公司净收入与债务利息相比。参看图 4.4。覆盖应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该是义务的数倍才比较合理。

$$\frac{\text{总负债}}{\text{权益}}$$

图 4.3 负债/权益比例

$$\frac{\text{净利润}}{\text{权益}}$$

图 4.4 覆盖比例

费舍尔强调了像管理效率这样的定性分析方面以及一些间接的量化分析指标。这些指标包括存货和应收款周转率以及利润率大小等。

存货周转率是通过比较一段时期内的存货销售成本（正式的称呼是销售成本）以及这段时期内平均的持有存货量水平。参看图 4.5。高周转率的存货是企业管理效率的标志。存货是企业成本，大量闲置存货提高了成本，而高速的存货周转削减了成本。

$$\frac{\text{销货成本}}{\text{平均存货}}$$

图 4.5 存货周转率

存货周转速度也随业务类型不同而不同，一家奶制品企业与一家飞机制造商比，其存货明显会周转快得多。所以，问题在于一家企业与行业内的同业相比如何。

迅速的应收账款收回是良好的企业管理的标志。允许客户延长偿债期限等于对客户提供融资——对于企业来说是不能退还的成本。度量应收款的周转率是通过将一定时期内的信用销售除以这段时期的平均应收款来实现的。参看图 4.6。

$$\frac{\text{赊销额}}{\text{平均应收款}}$$

图 4.6 应收款周转率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过将这个比例数字除以365能够得到周转率的速度，这显示了一年当中应收款未收回的平均天数。将得到的数字与公司及同业的账期比较能够显示公司管理的技能。

分析公司业务效率的关键指标是每销售一美金的利润，称为利润率。利润率的计算是将经营利润除以总净销售额（也就是除去返利和折扣等的销售额），然后将计算结果用百分比表示（另外两种计算标准利润率的方法也经常被使用——一个更一般化的指标是毛利率，它是通过将销售毛利除以总净销售额，而另一个更特定的指标是净利率，它是将销售净利除以总净销售额）。

在不同的行业间，利润率的差别相当之大。例如，在汽车业和银行业中，平均的利润率水平（一般小于10%）就远远低于计算机、药品和食品行业（例如微软的利润率就达到了40%）。

利润率显示了一个企业是否拥有商业特权。更高的利润率表示公司可以在不损失销售额的前提下提高价格。这种定价能力就是商业特权的表现。维持这种定价能力的进入障碍可以是卓越的分销体系、品牌认知度、产品特殊性和其他的价值方面。

回报对于价值投资来说是最重要的结果：权益、资产和向管理者的投资产生了什么样的收益？其中最重要的一个指标——也是价值投资的一个最重要的尺度之一——就是权益回报率。正如今后的章节将说明的那样，这个指标将显示一项业务是否拥有特权价值以及业务增长是否创造了价值。

权益回报率是一项业务为股东所投入的资本赚取的收益数量。股东所拥有的资本等于总资产减去总负债。参看图4.7。如果一项业务的股东投入为1亿美元而所得收益为1000万美元，则权益回报率为10%。

$$\frac{\text{净利润}}{\text{平均权益}}$$

图4.7 权益回报率（ROE）

投资回报率是一项业务为股东资本和通过长期（长于一年）的借贷提供的资本所赚取的回报。参看图4.8。如果一个公司的管理层认为他们能够获取比融资成本更高的资本回报率的话，他们就会选择借款而不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是增发权益。

$$\frac{\text{净利润}}{\text{(平均权益 + 长期负债}}$$

图 4.8 投资回报率（ROI）

假设一个公司所有者权益为 1 亿美元，从借贷者那里获得了 5000 万美元的长期借款，其后创造了 1500 万美元的收益。则其投资回报率是 10%（15/150）。但企业的财务杠杆提升了其权益回报率——对于 1 亿美元的所有者权益来说，1500 万美元的收益代表了 15% 的权益回报率。

利用借贷来提高权益回报率虽然普遍，但并不是必须的做法。有些公司通过经营活动能够产生足够的现金来产生高权益回报率，并且成本比依靠借贷低。这对于价值投资者来说有特殊的吸引力，因为他们热衷于企业的商业特权和相对较低的业务风险。

资产回报率是一项业务为其投入的所有资源——不仅包括所有者权益和长期借款，也包括由于对运营资本的有效管理而创造的短期资源——所赚取的回报。参看图 4.9。一个公司可能会寻求短期、低息的贷款或者赊购商品并将其出售获取现金，这些做法都使得企业以低成本或零成本获得更多的可供调配的资产。这些资产有助于创造更多的收益，提升权益回报率和投资回报率。

$$\frac{\text{净利润}}{\text{平均资产}}$$

图 4.9 资产回报率（ROA）

假设一个公司在一年中平均的短期资产维持在 2000 万美元左右（通过不断地偿付到期的债务并举借新债）。假设这些短期资产可以使年收益额增加 200 万美元，于是这家公司的所有者权益为 1 亿美元，长期借贷为 5000 万美元，额外的有 2000 万美元的短期借贷，并创造出了 1700 万美元的收益，其资产回报率为 10%（17/170）。这种配置使得公司的投资回报率增加到 11.3%（17/150），权益回报率增加到 17%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(17/100)。

所以我们可以看到资产回报率是最严格的业绩衡量标准，因为它反映了管理者利用一切其可以调配的资源所产生的经营成果。从一个高的资产回报率出发，可以得到一个高的投资回报率和权益回报率（有的分析者用权益回报率除以资产回报率得到一个所谓的“财务杠杆指数”)。通过更少的资产产生相同的回报可以达到更高的资产回报率。

有的价值投资者采用一种复杂的公式来衡量权益回报率。其中一种方法是用利润、产量和资本结构来计算。计算步骤为（a）利润等于销售额乘以一定百分比，(b）销售额等于资产乘以一定百分比，(c）资产等于权益乘以一定百分比。这个精细的公式的意义在于它说明了权益回报率的驱动因素：更高的利润率创造了更高的资产回报率，更高的资产回报率产生了更高的权益回报率。

对企业的财务表现进行分析还涉及到比较损益表和现金流的数据。一个有用的例子是收益质量分析。这个指标的计算是将经营活动所产生的现金流除以经营收益，它显示了转化为现金的收益比例。

另一个同样有用的分析是比较年度折旧费用与资本支出。折旧费用是一个会计概念，其目的是将固定资产的初始购置成本与其后来产生收入的能力进行配比。其结果是一个非现金的费用。很多分析者常犯的错误是认为这种费用可以忽略。但折旧费用是对未来需要投入现金的资本投资的一个有效预测工具。所以，要完整地分析企业的业务状况需要将折旧费用与未来所需资本投入联系起来（第 6 章将更多地探讨)。

价值投资者会对企业多年的财务报表都进行分析评估。格雷汉姆在进行很多分析时喜欢回朔到十年或更长时间。我们建议至少回顾过去 5 年的历史数据。评估时要考虑在这段时间内各种指标发生了怎么样的变化。这种评估更准确地揭示了公司长期的优势和弱点。

从短期看来，经济形势的反复无常和管理技巧都能对会计数据产生很大影响，使得人们模糊了对长期现实的认识。没有人能保证上一年或者过去任何时期的业绩表现会重演，但考虑越长时期的历史数据，对于分析预测未来来说就越可靠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章

复利原理

价值投资者充分认识到复利在长期能产生更高的回报。表格 5.1 展示了复利的基本数据（为了演示方便，数据经过四舍五入）。它显示了在不同的回报率和时间长度的假设下，1000 美元的未来价值。

表 5.1 复利：时间越长，回报越高

1000 美元的未来价值（以年为单位计算复利；如果以更小的时间单位计算复利，得到的未来价值将更高）

	1YR.	5YRS.	10YRS.	20YRS.	40YRS.
5%	$1，050	$1，275	$1，600	$2，650	$7，000
10%	$1，100	$1，600	$2，600	$6，700	$45，000
15%	$1，150	$2，000	$4，050	$16，400	$268，000
20%	$1，200	$2，500	$6，200	$38，300	$150 万
25%	$1，250	$3，050	$9，300	$86，700	$750 万

时间长度本身就很值得强调。在任何给定的回报率之下，数字随时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间的推移呈几何级数增长。请看第一行，它显示的是5%的年回报率。数据显示在经过40年的时间后，这1000美元增长为7000美元，而40年大约等于一项投资的生命周期。这种增长绝不是无足轻重的，我们可以看到，所得金额在10年时间里大约翻了一番，而在20年时间里几乎增至三倍。

不同的回报率同样也值得强调。在任何给定的时间长度内，数字随回报率的增加也呈几何级数增长。对于1年的时间长度来说，回报率不同所产生的差异与其定义是一致的，也就是说，25%的回报率所得到的回报是5%的回报率的5倍（1250美元相对于1050美元）。但如果沿着时间序列向下推移的话，数据显示，在一个10年的时间长度下，5%和25%的回报率所产生的差异达到了近6倍（1600美元与9300美元相比）。

如果把时间长度和回报率这两个因素放在一起的话，就会产生令人惊愕的差异。在一项投资的生命周期中——例如40年时间——年回报率5%和25%所产生的差异令人窒息：750万美元相对于7000美元。对于15%的年回报率来说，最初的1000美元在投资生命周期中增长超过25万美元（268000美元），这已经是一笔小财了。即使只是过了10年时间，在10%的年回报率下，最初的资金也几乎增长为原来的三倍（达到2600美元）。

将时间长度和回报率结合起来分析，同样也揭示了复利的速度。初始数字以10%的回报率计算在10年时间里超过了原来的两倍，而如果以20%的回报率的话，在5年时间里就超过了原来的两倍。表格5.1显示，初始数字以15%的回报率计经过5年翻番（这是四舍五入的结果，实际数字略大于原来的两倍）。

于是一条经验规律便呈现出来了：当回报率和时间长度的乘积等于72时，初始数字正好翻一番。这条规律被称为“72法则”，也就是说，为了使初始数字翻倍：（a）给定时间长度就能得到必须的回报率或（b）给定回报率就能得到必须的时间长度。所以若时间长度为8年的话，要使得初始数字翻倍需要9%的年回报率（$8 \times 9 = 72$）。而6%的年回报率则需要12年时间（$6 \times 12 = 72$）。表格5.2更完整地说明了这种关系。

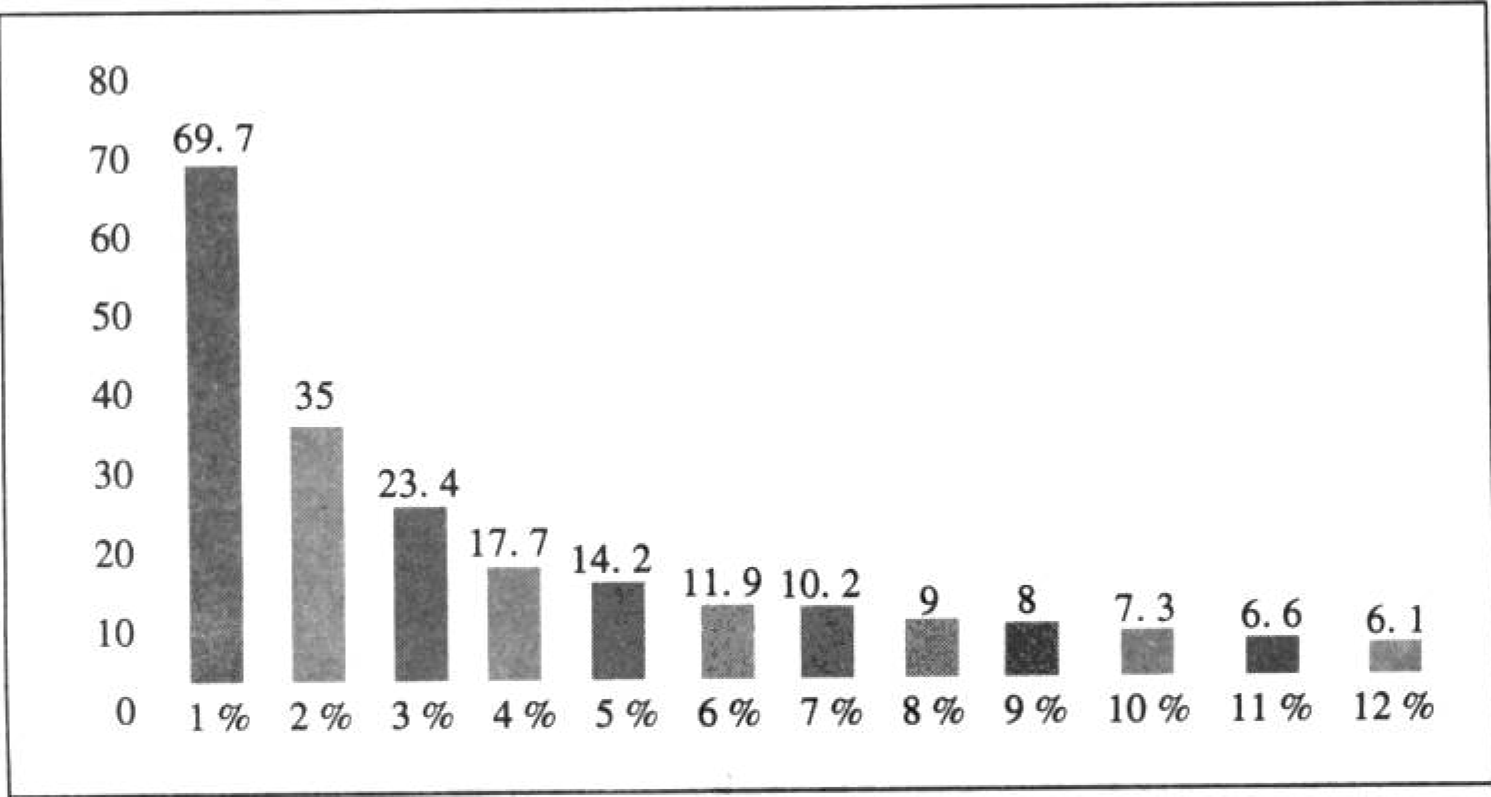
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.2　翻番时间

24	·									
18		·								
14			·							
12				·						
10					·					
9						·				
8							·			
7								·		
6									·	
5										·
	3	4	5.1	6	7.2	8	9	10.2	12	14.4

“72 法则”只是一条经验规律。举个例子来说，它对一年期复利就不适用（使得初始数字在一年期翻倍需要 100%的年回报率，回报率与时间长度的乘积为 100）。对于其他的时间长度来说，它也只是一个近似。假设你的资金在 5 年中翻了一番（比如你花 250000 美元现金买了一栋房子，并且在 5 年后将其出售获得 500000 美元的现金）。利用 72 法则可以计算出回报率为 14.4%（5 × 14.4 = 72），而正式的计算结果是回报率为 14.87%。表格 5.3 显示了正式计算的结果。

表 5.3　正式计算的结果



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在上面的例子中，如果我们仅仅因为初始数字翻了一倍就认为回报率是100%的话是错误的，因为这花费了5年时间来达到这个数字翻番而不是1年。同样，如果我们仅仅将100%除以5就认为年回报率是20%的话，也是不准确的（这称为代数回报率，它没有考虑复利的作用）。由正式的方程式计算，以及用72法则估算得到的回报率被称为几何回报率，它体现了复利的作用（很多人将此称为CAGR，即复合年增长率）。

72法则和表格5.1都采用了年作为时间单位计算复利。更频繁的复利计算意味着更高的未来价值。长期的差异是惊人的。例如：如果以月为单位计算复利的话，在25%的年回报率下，1000美元的初始资金经过40年后增长为2000万美元，而如果以年为单位计算复利的话，这个值是750万美元。另外一个不这么极端的回报率－时间长度组合也显示了明显的差异：采用月为单位计算复利相对于以年为单位计算，在15%的年回报率下，10年之后前者比后者的收益高10%。

复利原理和72法则所带来的效果源自一个更基本的观念：货币的时间价值。谚语说：现在手中的一美元比将来的一美元更值钱。我们把计算这个差异的步骤称为折现。

对货币时间价值的直觉和数学计算都很简单。如果你在银行账户中存入1美元，年利率为8%，则一年以后这1美元增长为1.08美元。也就是说，今天的1美元等于一年后的1.08美元，而一年后的1.08美元在今天只值1美元。数学计算为：$\$1 \times (1+0.08) = \$1.08$，$\$1.08/(1+0.08) = \$1$。相类似地，今天的0.93美元在一年后将增长为1美元，而一年后的1美元在今天只值0.93美元。

这中间的关系是很清楚的：现在的1美元的价值将按照利息率增长，而未来应收的1美元的价值将按照折现率收缩。这中间的差异部分是为了抵偿通货膨胀的影响，部分是为了补偿投资者为了获得未来支付而放弃现有资金所作出的牺牲。

我们再进一步，考虑复利问题。1美元在两年以后由于几何级数的增长价值将更大。其增长按照以下的数学公式计算：$\$1 \times (1+0.08) \times (1+0.08)$。这样我们得到的未来价值为1.1664美元（而不仅仅是1.16美元）。同样，如果折回来计算的话，两年后应收的1美元的当前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值将按几何级数减少：\$1/（1+0.08）×（1+0.08）。结果等于0.857美元。

所以，对于一定数量的应收款，获得支付的等候时间越长，其现值越小。对提供资金的投资者来说，现值和未来价值的差异率称为回报率；而对于那些获得资金的人来说，这称为资本成本。

这个计算过程可以用一般的公式形式表示。以下是未来的1美元的现值（PV）的计算过程：1美元乘以一个折现因子，这个折现因子等于1除以1加上利息率（称为R），再按照年数（称为t）进行乘方。

以下是现值计算的公式：

$$PV = \frac{\$ 1}{\left(\frac{1}{1+R}\right)^t}$$

或者这个公式也可以简化为下列形式：

$$PV = \frac{\$ 1}{(1+R)^t}$$

这个公式可以用来计算任何未来现金流的现值，不管这些现金流是来自债券、股票、版权和专利权还是其他任何资产。我们举一个简单的例子，假设一个10年期债券的面值为1000美元，10年中每年支付利息，10年结束后全额偿还本金。假设每年支付的利息为80美元，而折现率为8%（这个组合假设意味着此债券是以面值发售的——也就是说其利息率等于折现率）。

在计算现值时我们需要对每年所得到的支付按照某一折现因子来贴现，从第1年到第9年这个支付的数额为每年80美元，在第10年的支付数额为1080美元。如上面所描述的那样，第一年支付的折现因子为(1/1.08)，也就是0.93，于是其现值为74.07美元。第二年的支付要按照1/1.08×1.08进行贴现，折现因子为0.86，于是得到现值为68.59美元。将未来的每一笔支付都进行折现，然后加总起来可以得到这些支付的总现值为1000美元。

如果与这个债券相类似的其他金融工具的利息率变化的话，债券的价值也会相应变化。例如，如果类似工具的利率提高到了9%，则所有的支付流都需要按照这个新的利率作为折现率进行重新评估。这将减少未来现金流的现值，也就是减少了债券的价值。对这个现象的经济直觉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是：如果你能够从可选的其他投资工具中获得9%的回报率的话，则这个只能产生8%回报率的金融工具就会变得不那么值钱了。

当类似金融工具的利息率上升时，债券的价格应该相应下降。投资者愿意为债券支付的价格应该不高于按照适当的折现率对其所有的未来现金流折现后的总和价值。一个金融工具的现值与投资者为这个工具所支付的价值之间的差称为此项投资的净现值。

理性的投资者从来不会把资本投向净现值为负的金融工具。而在一个完全效率市场上，所有的金融工具都按照使其净现值为0的价格来进行买卖。价值投资的关键点就是：价值投资者一定要投资于那些净现值为正的投资对象。

那些支付适当价格使得投资净现值为0的投资者获得的是市场平均的回报率。而那些寻找正净现值的投资对象的投资者则获得了额外的收益。这二者的差距在复利的力量作用之下会产生戏剧性的效果。

假设市场平均的回报率是10%，这个回报率是那些总是按照净现值为0的原则进行交易的投资者所期望的收益率。表格5.4显示了低于和高于这个市场平均回报率的利率水平所产生的结果。下面的5行显示了投资者在未来不同的时间长度下按照更高的年回报率计算所能得到的超额收益。上面的5行显示的是相反的结果（为了说明方便，所有数字都进行了四舍五入）。

表5.4 超越市场或被市场超越

	1YR.	5YRS.	10YRS.	20YRS.	40YRS.
0	1，000	1，000	1，000	1，000	1，000
2%	1，020	1，100	1，220	1，500	2，200
4%	1，040	1，200	1，480	2，200	4，800
6%	1，060	1，350	1，790	3，200	10，300
8%	1，080	1，500	2，160	4，700	21，700
10%	**1，100**	**1，600**	**2，600**	**6，700**	**45，000**
12%	1，120	1，800	3，100	9，600	93，000
14%	1，140	1，925	3，700	13，700	189，000
16%	1，160	2，100	4，400	19，500	379，000
18%	1，180	2，300	5，200	27，400	750，000
20%	1，200	2，500	6，200	38，300	150万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

满足于市场平均回报率是可以接受的，低于这个回报率则会产生破坏性的结果。而略微高出即使是非常微小的一点，例如 2%，也会在长期产生巨大的价值。在 10 年的时间长度下，这高出市场的 2% 年回报率会使得最后的总回报金额高出 10%。这样引人注目的差异正是价值投资最吸引人之处，也是其成功的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章

价值度量

任何资产（股票、债券、业务或者其他）的价值都是由此资产在剩余的存续期内能够被合理预期的现金流入及流出按照一定的贴现率折现而得到的。债券价值是最容易度量的。标准债券规定了利息率和特定的到期日，而这些指标组合起来就决定了该债券未来可预期的现金流和适当的折现率。

普通股票没有像债券这样的固定股息，其存在期也是永续的。所以投资分析者必须对这股息和存续期都进行评估。另一个至关重要的差异是：定性的变量，如管理层诚信度和能力、对普通股票的价值有直接影响，但对债券价值的影响则很有限。

在进行投资选择时，价值投资者会选取那些评估分析显示最物有所值的投资对象。这个评估分析考虑了所有相关的商业因素，包括财务能力，相对业务成长性以及收益稳健性等等。在进行了这样的评估分析之后，就不需要再对这些因素进行额外考虑了。

在搜寻有前途的投资对象时，我们必须关注于对那些最有可能在评估中胜出的公司进行考评。也就是那些最有能力配置资本的公司，他们能够创造出远高于资本成本的资本回报率。应该避免投资于那些需要投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入较高的资本成本却产生很低的资本回报率的公司，而前者的数量远远小于后者。

将价值评估公式应用于这些选中的公司颇为困难而且有很大的失误风险。为了最小化判断失误的风险，价值投资提倡其核心的原则：安全利润率原则。这个原则规定投资者对投资对象的支付价格决不大约等于（或大于）他所估计的价值。因为如果投资失误的话，他将承受很大的损失。而如果投资者的支付价格仅仅相当于其投资对象估计价值的一小部分，就算他判断失误了，他也有可能避免未来的损失并且至少一定能减少损失。

尽管所有的投资者都认同一项资产的内在价值等于它能为其所有者所创造的现金流的现值，但在关于应该用哪些因素来估计现金流和相关的折现率的问题上却分歧颇大。关于现金流的争论主要集中在哪些数据能够最可靠地反映这些现金流的值。现金流是对未来的描述，而只有在回顾过去的基础上才能有效预测未来。

哪些历史数据指标是对未来业绩的最好预测呢？备选指标包括现金流本身的历史数据、近期的收益记录和现有的资产和负债水平。即使是那些知名价值投资者，对于哪个指标最适合用来进行评估也各有侧重。但他们的共识是：按照重要程度排列，分析的重点应该依次是资产负债表、损益表和现金流量表。

资产负债表：营运资产

纯粹的价值投资始于资产负债表。它是资产和负债以及账面价值（资产减去负债的差）的列表。由此可衍生出三个指标：资产净值、清算价值和重置成本。在某些领域，我们的经济环境发展速度远远高于了会计原则的发展，于是有大量的资产被列入无形资产的范畴，它们有巨大的价值，但在资产负债表的资产栏中没有记录。例如，知识产权（版权、专利权和商标权）和人力资本（训练有素的劳动力、知识和特定技能等）。

然而，价值投资需要对资产负债表进行分析。价值投资的最保守形式仅仅考虑公司的流动资产，再减去所有负债，将所得的差作为公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值。格雷汉姆就很提倡这种做法，他将其称为纯净营运资本额（net-net working capital figure）。这种做法多多少少有些不实际，尽管如此，它仍然适用于当今的少数公司，这些公司经营所用的流动资产大大高于了公司总负债。

尽管有些不实际，但格雷汉姆和价值投资的这种做法仍然有其关键意义：这种做法能够保证数据的可靠性。流动资产数据是所有财务数据中可靠程度最高的。数据的可靠性按照以下顺序依次降低：(a) 资产负债表上的现金，到长期流动资产，再到长期资产，(b) 损益表，以及 (c) 现金流量表。

资产负债表上的数据按上述顺序，越往下这些数据越跟特定的公司或行业相关：

- 每个公司都要使用现金，所以手中持有的 1 美元在任何地方都值 1 美元。
- 应收账款一般对于其贷出款公司来说更容易收回，但它可以指派或出售。购买者可以收回大部分的款项（这种情况经常出现在纺织行业，通常经过一个代理收款程序）。
- 存货一般只能被相同或相近行业中的其他销货商或制造商所利用。
- 房屋、工厂和设备甚至对同业来说都较难适用，或者可以说是非流动的。
- 所有的商誉都是依附于某一特定公司的（其他无形资产如商标、专利以及版权等一般都不出现在资产负债表上）。

清算价值是指在出售一个公司的资产和清偿其所有债务后所能实现的净价值。在估计一个公司的清算价值时，大部分资产的价值都会被折价计算而负债则会按面值计算。现金和证券是不多的可以按面值计算的资产。应收款需要略为折价（约为 15% ~ 25%），存货折价幅度更大（约 50% ~ 75%），固定资产折价幅度至少相当于存货。而商誉和其他无形资产甚至是预付款的价值一般来说都应该忽略不计。

剩下的价值归股东所有。这种估值方法适用于那些被解散的公司。此方法不考虑这些资源组合起来进行配置所能产生的额外价值，因此其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不太适用于评估持续经营中的公司。

在持续经营的假设下，有三种被认可的评估方法。格雷汉姆的方法是最苛刻的，即度量公司的流动资产再减去其所有负债。如果目标公司的卖价低于这二者之差的话，则存在很大的安全利润率。在当今这种公司就和母鸡的牙齿一样稀有。

另一种方法是账面价值法，此法纯粹而简单。具体做法是：如果一个公司的每股价格等于或少于其账面总资产与总负债的差额，则该公司很可能提供足够的安全利润率。尽管此种公司在当今的美国有时也会出现，但它们并不多见。同样，价值投资对账面数据的可靠性仍有怀疑，于是引出了第三种资产评估方法，称为重置成本法。

在用重置成本法进行资产负债表评估时，核心的理念是对持续经营的企业进行评估时，假设要从无到有重建一个和现有公司相同的公司，考虑所需要花费的成本或重置价值。目标公司的所有资源和对其的要求权都要被单独评估。现金、证券、应收款、存货以及预付款一般都可以按照面值计算。

此外，还需要进行必要的调研以确保应收款都计提了足够的坏账备抵，以及存货账户没有被夸大（例如某些存货由于年份太久已经不能出售，就不应计算其价值）或少报（例如存货的账面价值是按照其历史成本来计的，而由于通货膨胀其价格已经上升）。固定资产价值应该经过调整以反映当前的市场状况，而不是账面记录的历史价格（减去折旧）。会计商誉只有在对整个评估价值影响不大时才继续作为资产项计算。

除了那些在持续经营公司的资产负债表上出现的资产项目以外，还有很多资源虽然拥有价值但在一般公认会计准则下却没有出现在财务报表中。这些所谓的隐藏资产包括品牌价值、产品质量、生产诀窍、员工培训、专业化生产以及分销组织等。

举个例子，一个市场的新进入者必须重复其目标公司经历过的投资于研发的过程。而其准确价值难于衡量。我们只能通过估计所研发产品的生命周期并用这个年数乘以目标公司年平均投入的研发费用水平来做一个非正式的估算。例如，对于专利药品来说，产品的生命周期可以最多等于专利年限 17 年。所以，如果此公司将每年销售收入的 5%用于专利产品的研发，则专利的价值至少等于年收入的 85%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

客户关系的价值也可以用相似的方法来度量。客户关系的建立需要时间和资源。而这个价值可以用目标公司的年销售额和管理费用的倍数来度量——往往相当于 1 到 3 倍。额外的估值对象还包括其他一些隐藏资产，如政府许可、特许经营协议和其他在标准会计准则下不列入资产负债表的有价值资源。

一个持续经营公司的负债在重置成本法下则以其面值计算，评估时要从资产中减去。但我们仍需要对一些特定的负债种类作一些判断，例如递延税金负债或者临时费用。一个新进入的公司并不必然面临这些义务。如果不是必然的话，则他们可以忽略。而借款则必须减去，计算时取其面值和市价中的最高值。

通过分析资产负债表得到的这些数字可以作为公司价值的底线，公司价值至少是其总资产减去总负债。公司价值是否存在溢价则取决于其利用资产来创造竞争优势的能力，这种能力能够创造出进入障碍，以抵御竞争者进入。

损益表价值：收益偿付

损益表可以反映出对资产的有效应用。损益表记录了收入减去费用，展示了对公司绩效的一个重要衡量指标。损益表没有反映现金流量，因为一般公认会计准则采用的是权责发生制而不是现金收付制来进行会计记录。

在权责发生制的会计体系下，对经济活动的记录是根据收入和费用的关系而不是现金的流入或流出。这并不仅仅是一个会计传统，它反映了会计的目标：对反映经济现实的商业事件进行度量和分摊。权责发生制会计记录抓住了那些非现金的成本，而这些成本反映了在未来需要被吸收的现金。

纯粹的价值投资者（格雷汉姆和多德）坚持认为当期收益（按照下述方法略作调整）是一个公司长期持续现金流的最可靠指标。如果进一步严格限制的话，纯粹价值投资者认为把当期收益作为评估指标的最可靠方法是假设其在未来将保持当前水平——因而无需估计增长。

这种方法的数学计算很简单。基于当期收益的价值评估等于当期收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益除以公司当前的资本成本（也就是：$V = E/k$）。这种方法的好处是简单而可靠：计算所需的两个数据都是现成已知的或可以可靠地估计的。收益就是损益表上显示的收益值；资本成本则是公司债务成本和权益成本的加权平均（前者可以通过简单计算得出，后者需要进行一些估计，将在下一章中探讨）。这种方法的简易性还体现在投资者不必花心思去估计增长率，因为此方法假设没有增长。

除了在进行权益资本成本计算时需要进行一些估计外，基于收益的评估方法也要求对当期收益的数据有效性做一些会计判断。这种操作可能需要对账面数字进行一些调整，使得当期收益数字能够最大可能地反映公司未来的长期持续现金流。

需要对当期收益进行调整的一个重要原因是一次性费用的存在可能对数字造成的失真。公司有时会对影响公司多年的不良事件通过一次性的费用处理掉，而这些时间是不会重复发生的。对这种操作的调整需要把此一次性费用在较长的时期进行重新分摊，同时也相应地调整该年度的当期收益。

需要进行调整的另一个原因是对非现金费用如折旧和摊销等的会计分摊。这些会计项的目的是反映一个公司的资本资产在其存续期内被耗尽而必须被重置。而通常的情况是，对这些资本资产进行再投资所需要的数额超过了会计上给予的分摊。

对当期收益进行调整还可能因为当年的数据由于经济原因是一个反常数据。如果当年正好是该公司经营周期中的低谷年份，则需要基于上一年的收益做一个向上的调整。而如果当年对于该公司或者整个行业的商业周期来说是一个高峰年份，则应做相反的调整。

价值投资应该尽量避免使用预测（pro forma）的财务数据。这种财务数据是基于种种假设而得到的对业绩的估计，它们不能用于编制实际的财务报表。这些数字在某些分析中是有用的，例如分析一个新近被合并的公司时，可以假设如果此合并提早几年发生的话其经营会怎么样。但在其他情境下，这种财务数据不能作为有效的评估信息来源。预测数据在财务报表中是可靠性最差的数据，所以在价值评估分析中应尽量避免使用。

对纯粹价值投资者的另一个挑战是其收益不变的假设。与增长投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的极端倡导者不同，价值投资者认为当期收益——按照上述方法进行适当调整后——是对未来持续现金流最恰当的估计。价值投资反对考虑将来未知的收益增长的一个关键原因是：如果缺乏持续的竞争优势或防止竞争者进入的障碍的话，任何增长都不能真正带来价值。

如果新进入者能够作为平等的竞争者进入公司所在的行业，其效果就是使得公司的回报恰恰等于其成本——没有持续的优势，则增长毫无意义。公司的销售额增长要求公司的资产同时增长。而增加资产则需要资本投入，而获取资本需要成本。所以在面临有竞争力进入者时，这个过程不能给公司带来任何实质的价值增长（除非由于运气获得了不需要付成本的暂时利益)。

商业特权价值

纯粹价值投资者不喜欢通过估计增长来评估价值的另一个原因是增长的潜在价值可以用另外的会计工具来确定而不需要估计。这需要比较两种价值评估方法得到的结果：用收益来进行评估和用资产进行评估。

于是有三种可能性产生：两种评估方法结果一致，或者一种方法的结果高于另外一种。当二者一致时，则增长不带有价值。当用资产评估得到的价值高于用收益评估得到的价值时，说明管理者没有能够对资产进行有效配置，这可能是由于不称职，也可能由于行业产能过剩。同样，也不存在增长的价值。

如果用收益评估所得价值高于资产评估价值，原因则在于公司拥有竞争优势或防止竞争者进入的障碍，而这些线索显示了潜在的增长价值，说明公司拥有商业特权价值。对这种价值的一种度量方法就是用收益评估价值减去资产评估价值，它反映在了高额的权益回报率上。这种经济优势使得公司成为合适的价值投资对象。

拥有商业特权的公司能够创造进入障碍或者拥有其他的竞争优势，使得新进入者参与竞争的成本过高。拥有竞争者无法比肩的强势品牌就是一种商业特权。现实的例子包括那些在一定时期内其品牌已经成为了该种商品代名词的公司，例如可口可乐、克里内克丝面巾纸、胡佛电动吸尘器（在其所处的时代)、哈利·大卫森（在一定程度上)，以及其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知名品牌。

产生商业特权的手段包括专利权、排他性许可协议、技术诀窍以及秘密配方等等。一般来说，高进入成本也可以成为一种商业特权。而特权公司的通常特点包括：消费者转而使用竞争对手产品转移成本高、消费者寻找替代产品的成本高，以及由习惯支配的消费者忠诚等等。

与特权价值有着相反效果的则是那些竞争对手能够规避的限制。例如组成工会联盟的劳动力队伍、累赘的分销渠道组织，或者公司面临变革的适应性差等等。

增长的价值

增长不是免费的。增长的价格就是为支持增长所需投入的资本成本。只有当资本带来的回报高于资本成本时，增长才能创造价值。我们从布鲁斯·格林瓦德（Bruce Greenwald）关于价值投资的详细著作中选取一个例子来进行说明。

假设一个公司的收益是 32 美元。分析家认为，要使得收益永久性地每期增加 10%需要花费 20 美元成本。所以你可以永久保持 32 美元的收益，也可以获得 12 美元的当期收益，但使这个收益按每期 10%的速度增长。哪种选择更好呢？有增长还是无增长？这取决于资本的成本。

利用下列的标准公式进行计算：

$$V = \frac{D_1}{k - g}$$

这个公式是我们在讨论当期收益时所用过的公式的变体，它考虑了由字母 g 所代表的增长率的影响。

再回到我们的例子中，假设 k = 20%，而 g = 0 或 g = 10%。于是有：

(a) $V = \frac{32}{0.20 - 0} = \$160$

(b) $V = \frac{12}{0.20 - 0.10} = \$120$

可见当资本成本为 20%时，永久性的 32 美元收益优于初始收益为 12 美元，但以每期 10%速度增长。所以，当资本成本超过资本回报时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长反而使得价值减少了。

假设 k = 14%，则：

(a) $V = \frac{32}{0.14 - 0} = \$229$

(b) $V = \frac{12}{0.14 - 0.10} = \$300$

当资本成本为 14%时，初始收益 12 美元，但以每期 10%速度增长的选择要优于永久性的 32 美元收益。所以，当资本回报高于资本成本时，增长创造了价值。

最后我们假设 k = 16%，则：

(a) $V = \frac{32}{0.16 - 0} = \$200$

(b) $V = \frac{12}{0.16 - 0.10} = \$200$

当资本成本等于资本回报时，增长对于价值没有影响。

这个例子证明了一个深刻的道理：当资本成本等于资本回报时，不管增长程度是大是小，增长都不能增加或减少价值。其原因非常直观：如果一个新投资者投入资本所要求的回报等于此资本所能创造的回报的话，则对原有投资者来说并不能得到额外的回报。

总而言之，增长不是免费的。增长需要新资本支持，如果一个公司吸引的资本成本低于资本所能创造的回报，则增长创造了价值。如果吸引资本的成本高于资本回报，增长则减少了价值。如果资本成本等于资本回报，则增长对价值没有影响。

有可能资本回报高于资本成本的公司都是那些拥有商业特权的公司。保证资本回报高于资本成本的惟一方法就是将竞争者拒之门外。如果竞争者能够随意进入的话，资本成本和资本回报就会迅速地向对方靠拢（甚至可能更糟，资本成本将超过资本回报）。

在进入下面对基于现金流量的价值评估方法的探讨前，请读者务必注意图 6.1 中显示的两个关键点：(1) 资产驱动着收益和现金流量，而且 (2) 从分析角度说，资产比收益和现金流量都重要。关于要点 (1)，对大部分公司来说，其资产价值都超过其收益价值；那些收益价值高于资产价值的公司都拥有商业特权。这种特权带来了持续保持高权益回报率（相对于净资产的高收益）的能力。至于要点 (2)，则是由于数据的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可靠性不同。资产负债表的数据对于评估来说是最可靠的，而损益表数据如当期收益的可靠性次之。一般来说，经过合理估计的现金流量要小于收益。然而很多当代分析家持相反的结论，他们的方法是忽略那些重要的非现金费用，例如折旧费用。

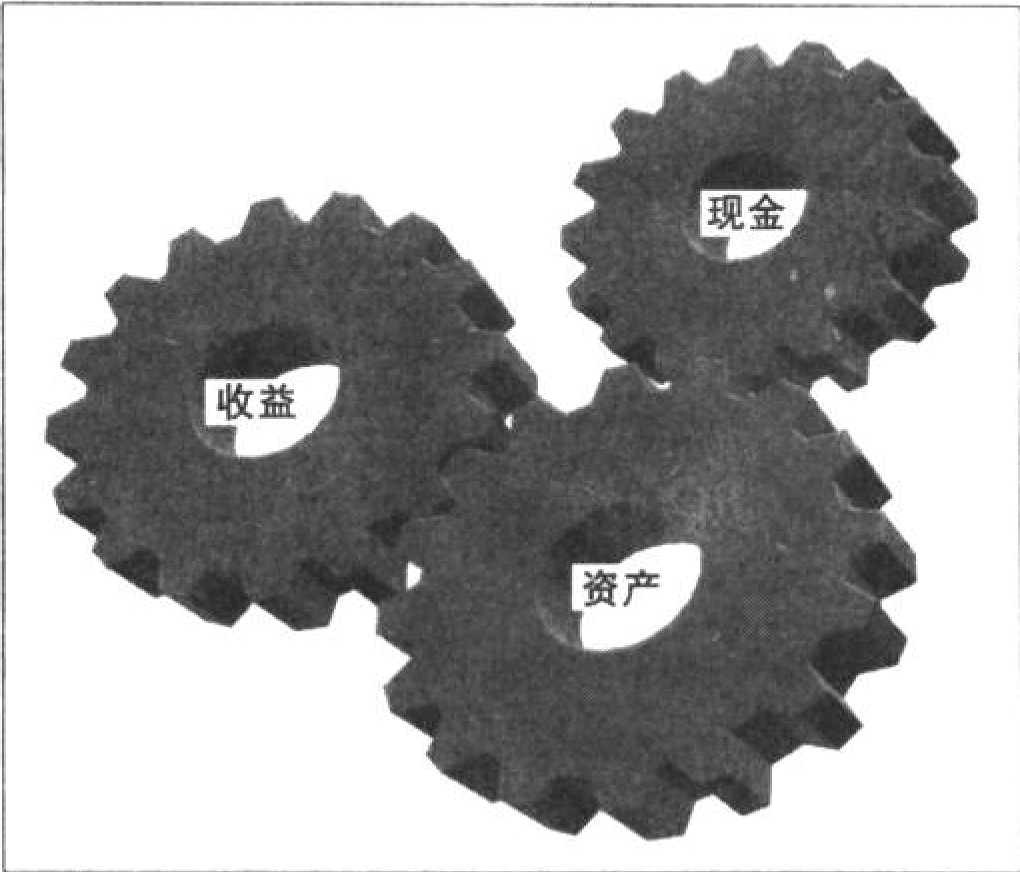


图 6.1 价值驱动因素

折现现金流分析：高主观性

价值投资强调资产负债表和损益表的原因在于仅仅依靠现金流量表分析过于简单而失真。单单依靠现金流会掩盖重要的指标。而现金也不是账本底线（也就是盈亏一览结算线，在财务报表中用此线标明净收益或净损失）的准确反映。的确，现金能产生价值，但现金流的一部分需要重新投资于资本资源以维持公司的生产和业绩。所以，要对净利润进行非现金费用的调整，得到调整后的现金流数据仅仅是第一步，第二步则是对这个数据根据未来资本支出所需要的现金来进行进一步调整。

假设一个公司的净利润为 100 万美元。其费用中有 20 万美元是非现金费用。于是其现金流为 120 万美元。这是第一步的调整。然后这个数据还要进行进一步调整来反映公司需要支付于其房屋、工厂以及设备的维护以保持其生产力的现金数额。假设这个数额为 10 万或 20 万美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元。经过调整后，现金流数字为 90 万或 110 万美元。这就是账本底线数字，也可以称为自由现金流（巴菲特将其称为所有者收益，以表明这是可以向普通股股东自由分配的现金流)。

通常分析家们都没有采用这一额外步骤来调整需要用于投资的现金流。对于这些分析家来说坚持采用净利润数据更为精确。毕竟非现金费用已经至少在一定程度上反映了对需要用于重新投资的现金的估计。在上面的例子中，20 万美元的非现金费用在估计现金再投资额方面与 10 万或 30 万的单独估计都是合理的。但价值投资的关键操作是关注于这个数据。

在进行现金流分析时除了以上要点以外，当代最流行的评估方法还强调了现金流的纯粹和简单。这种方法称为折现现金流（DCF）分析，它同样要求分析者作出一系列的选择。

现金流可以用多种方法进行度量。其中主要方法是利用经营利润（支付利息和税金前的利润，称为息税前收益，用 EBIT 表示）以及经营利润加上折旧和摊销的非现金费用（用 EBITDA 表示)。折现现金流分析法的倡导者们很少采用会计导向的指标如经营利润。

一旦利用上述的某一个指标来定义了现金流，折现现金流分析法就会对未来一个中长时期内的现金流进行估计，一般来说是 5 到 10 年。这种估计需要检验产生现金流的一系列业绩变量，主要有销售额水平、利润率和通过资本支出（cap - ex）对公司进行的必要重新投资。在预测了未来现金流之后，这种方法会根据一定的折现率对每年的估计现金流进行折现，这个折现率反映了该公司在这段时期内的资本成本。每年的折现结果进行加总之后就能得到一个 5 年或 10 年期的初步价值评估结果。

对于更长期的现金流，我们则假设它会以一个固定的增长率永续地增长。一般的计算方法是：将最后一年的现金流乘以一个数字来得到永续现金流的现值。而这个乘数则是由假设的现金流增长率与相关的资本成本之间的关系所决定的。其数值等于 1 除以资本成本与增长率的差——所以如果资本成本为 10%而增长率为 5%的话，这个乘数为 20，计算过程是 1/（10% - 5%)。

这种数学计算优雅而简易，表面看上去也很科学和客观。计算所需

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的原始数据同样也可以很容易地估计，计算式表面的和谐与精美掩盖了其高度主观性的实质。在计算中，我们做了很多估计和假设，这些都值得强调：为了5年或10年的现金流估计、永续现金流估计、10年以上的折现率的估计以及永续现金流的增长率的估计。

整个估计和折现的过程都是为了充分体现未来的风险。在对现金流的估计中考虑了竞争带来的冲击、技术、专利权到期的问题、违规操作、全球化的影响以及企业可能面临的其他剧变。这需要对关键性的因素如销售额、利润率和资本支出等进行仔细的研究。同样对折现率的考虑则反映了长期金融市场的资本成本、借贷者对公司证券的偏好以及其他所有类似的潜在风险（这将在下一章中详细探讨)。

但所有这些变量根据其定义来说都是未知，是不确定并且难于量化的。此外，在数学计算中，任何在假设上微小的差异都会对最后的评估结果造成巨大的影响。在这个模型得到的价值评估结果中，最大的组成部分是长期现金流产生的价值（5年或10年之外的永续现金流的折现价值)。这个价值是由假设的增长率和资本成本来导出的。当我们假设这两个比率分别为5%和10%时，如上面所计算的，乘数为20。而调整这两个比率能够产生出无数不同的乘数。

尽管如此，折现现金流评估模型仍然是当代最广为流传的评估模型。有的价值投资者使用或至少部分使用它，另外一些则完全不用。而这两类人都转向使用被认为可靠性更高的资产评估法和收益评估法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章

折 现 率

确定合适的折现率（或资本成本）对于现值的确定是必须的，不管是采用当期收益来度量还是采用更为复杂的折现现金流模型。折现率必须反映货币的时间价值以及与特定公司相关的特定风险。权益的风险高于负债，所以一个公司的折现率应该略微高于该公司举借外债的通常成本。而关键的挑战在于确定高多少。

从概念上看，我们可以把折现率看作是一个谨慎的投资者将其资本投向目标公司所要求的回报率。高风险投资相应地需要高折现率；几乎没有风险的投资，则其折现率近乎等于货币的时间价值。当今最无风险的投资对象是美国政府债券，它的折现率可以看作是无风险回报率。

在决定大部分公司权益折现率时，都会用美国政府债券利率作为一个起点，再加上相应的风险溢价。下面将探讨的是两种思考和决定合适的折现率的思想方法。一种是传统方法，另一种则来源于现代金融理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度量风险和折现率的价值投资方法

无风险回报率可以根据美国政府债券（美国国库券）的利率作为参考来估计。美国国库券承诺到期支付从无失败记录，被认为是世界上风险最小的信贷。所以，美国国库券的回报率可以作为评估其他所有资产，包括公司债和公司权益的基准。公司债的风险高于美国国库券。而当公司破产时，债务的清偿优先于普通股的权益，所以，一个负债公司的普通股风险高于其债务的风险水平。

选择合适的无风险回报率需要基于各种因素作出判断。这些因素包括债券到期日、参考日期或期限以及参考来源。可能的来源包括公司自己的公开档案中所公布的回报率。这是一种非武断的选择，它反映的是公司用于内部目的并且认为足以向公众披露的回报率。其他的估计无风险回报率的方法包括用 30 年期的债券来反映对一个公司的投资的长期特征。

当我们对一个企业按照持续经营的假设进行评估时，我们追踪美国国库券市场每天、每周或者每月的利率变动，这给评估的结果带来了很大的波动性。但实际上企业的价值并不会随着国库券利率的日度甚至月度波动而变化。我们可以通过将当前利率与之前年份利率求平均的方法来避免对国库券市场短期内利率波动的过度敏感性。

在无风险回报率的基础上还需要加上一个风险溢价，以反映与一个特定投资对象相关联的风险。加总的结果便是用于决定一项资产现值的折现率。对于一个资本结构中既有负债又有权益的公司来说，这个折现率通常称为加权平均资本成本（WACC)。它是公司的负债和权益按比例计算得到的平均成本。其中，负债的成本是其税后的利息成本，而权益成本的确定需要更多的判断，但从概念上说与负债成本是相同的。

权益成本从概念上说与负债成本相同，因为它们都涉及到一个同样的问题：公司必须支付多少来吸引投资，不管投资是来自贷款的借出者还是权益的持有者。对权益成本的评估比负债成本的评估更需要判断，因为权益资本既没有到期日也没有确定的利息支付（股息也是按照公司董事会的意志来支付的)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个关键的参考是资本市场上其他风险水平相近的公司为了吸引权益投资而向投资者支付了什么样的回报率。例如，如果要评估一个高风险的风险投资项目的权益资本成本，投资者可能要咨询类似企业中的风险投资家所提供的回报率。如果要评估的是一个低风险企业，则需要研究蓝筹股公司承销商的第二次公开发售。

更一般来说，我们是要评估投资者对拥有相似质量（在行业、资本结构、成熟度、规模、竞争前景以及其他因素方面）的公司所要求的回报率。对于拥有长期稳定利润的公司，所要求的回报率比较低，可能仅仅比无风险回报率高几个点。而对于新进入市场的公司，其经营波动性更大，投资者所要求的风险回报率也就更大。

进行评估需要进行实际的判断，而这个判断则需要基于投资者对业务和财务风险水平相近的其他公司所要求的回报。普通股持有者面临哪些特定的业务和财务风险？公司的负债水平如何？债权投资者优先于权益投资者得到偿付的可能性有多大，或者说高负债导致企业破产的可能性有多大？公司的财务能力以及行业领导性如何？公司的市场是在扩张还是在收缩？是否存在能够增加价值的增长空间？

简而言之，评估与折现率相关的风险水平所包含的问题与定义投资者的能力圆圈（第 3 章中我们进行了讨论）是一致的。价值投资者认为风险来自于投资对象商业价值的损耗或者对投资对象在最开始的过高支付。过高支付的原因是对上述问题的分析不充分或者分析错误。价格与价值错误关联的可能性暗示了这样一个常识：相对于收益来说过高的股价导致了高风险的投资。

价值投资者的风险观念不同于当代金融理论对风险的理解。当代金融理论定义风险的模型在当前占据了统治地位。这种理论用市场价格的波动来度量风险，认为其反映了潜在商业价值变动。这种做法看上去很科学，但实际上它和传统的方法一样，也需要很多主观的判断。它同样也与常识相悖：在这个模型中，股票价格与收益的相对高低程度与风险没有关系。除了以上的缺陷外，这个模型的广泛应用也使得它成为了价值投资的对照物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资组合理论方法：β值和风险溢价

现代金融理论使用“资本资产定价模型”（CAPM）来评估权益资产的折现率。在应用资本资产定价模型时，除了无风险利率外，还需要两个信息输入。一个是“市场风险溢价”，一个是“β值”，其中β值度量的是股票价格的波动性，这个波动性被支持者认为是风险的指标。有些分析者犯的错误是认为对于这些变量存在惟一而精确的数据点。但实际上，对于这些变量的评估都需要很多的主观判断，因而是无法完全精确的。

这些变量同时也是互相关联的，所以其中一个的变动可能会导致其他变量也需要调整。例如，无风险回报率的增加会导致市场风险溢价的减少（后者度量的是无风险回报率与预期的市场平均普通股回报率之间的差）。由于评估中需要很多的主观判断，再加上变量间相互关系的复杂性，使得严谨的投资分析家要利用多种合理的数据来源（利用多种备选的方法，对每个变量进行多种方法的度量）。

市场风险溢价是一个基于历史数据的估计，它研究的是，如果要吸引投资者投资于股票而不是美国国库券或其他投资对象，需要提供什么样的回报水平作为诱因。基本的观念是投资者只有在得到足够的补偿时他们才会愿意承担股票的特定风险，否则他们就不会投资于此。

一般的获取市场风险溢价的做法是查询由顶尖经济学家所发表的数据资料，例如由耶鲁大学教授罗杰·艾博森（Roger Ibbotson）所经营的公司出版的《艾博森及辛奎费尔德年鉴》（Ibbotson & Sinquefeld Yearbook）。更困难的方法则是自己进行计算，这对于绝大多数非专业人士来说几乎是不可能的。但了解如何计算仍然是很有价值的，所以我们下面将进行介绍。

市场风险溢价的数据可以在任何时点进行实时计算。在计算时，需要先做三个关键性的假设。第一，评估者必须要么选择历史数据，要么选择对未来业绩的度量。第二，必须对“市场”这个概念进行定义，例如标准普尔500所代表的所有股票，在纽约证券交易所交易的全部股票，或者是其他的指数股票。第三，评估是基于一个特定的时间段的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以选择的时间段包括：从 19 世纪末（从当时起有了市场数据的记录）到评估进行的时间点的时间段；从 1926 年（从当年起，芝加哥大学建立了一个数据库，这个数据库的好处是它包含了 1929 年股市崩溃前的完整商业周期资料）到评估进行的时间点的时间段；也可以是评估进行的时间点向前推 30 年的时间段（反映了相关度更高的商业周期，这段时期的业务和财务风险与目前市场状况更为相关）；或者分析一个特定时间段，如 21 世纪初。

在 20 世纪 90 年代末，度量“市场风险溢价”突然地变得很困难了，因为似乎这种溢价在市场上已经不存在了。过去曾经有过的任何溢价——例如在 90 年代以前的时期——都减少为零，这个世界历史上最强劲的牛市行情使得大量的投资者在不需要回报的情况下也愿意投身资本市场。在 90 年代，即使是现代金融理论最坚定的支持者也哀叹“市场风险溢价”工具正在失效。

尽管市场风险溢价在 90 年代末有归零趋势，但仍然有很多分析家坚持他们所认定的回报率，例如 9%，这个数据是基于 20 世纪 30 年代以来的股票回报率的历史数据得出的。另外一些人根据自己的直觉觉得这是不对的，于是他们选择了 7%、5%，甚至更小的回报率。有的人则坚持认为在 90 年代末风险溢价已经在向 0 靠近。

2000 年年中的时候，美国一批顶尖的经济学家聚集一堂，各自发表他们对市场风险溢价的度量。总共有十一位经济学家参与。他们对风险溢价的估计分别是：0、1% ~ 2%、3%，3% ~ 4%、4%、6%、6% 和 8.1%，另外三位认为市场风险溢价的定义不明确而拒绝进行估计。

很多有力的因素导致了 90 年代末美国市场上的风险溢价降低或消失，例如美国投资者变得更加关注长期、美国公司效率的提高、财政政策和货币管理的改善、资本主义在全球范围内的扩张、财富的增加以及商业基础的波动性减弱等等。（参看表格 7.1）

至于 β 值，它所反映的是一个特定的公司的股票所承受的风险占“市场风险溢价”的比例。β 值的计算需要通过设定各种假设来比较该公司股票价格与整体股票市场或者某个市场指数如标准普尔 500 的周期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7.1 折现率的确定

	价值投资	组合投资
基准值	美国长期国库券	美国长期国库券
附加值	风险评估（依靠判断）	市场风险溢价 × β（似乎很科学）

价值投资和组合投资理论在确定折现率时的基本方法是一致的：都是在一个由美国长期国库券利率所确定的无风险利率的基础上加上一定的附加值。在计算附加值时，组合投资理论用市场风险溢价乘以目标公司的β值。价值投资者对这种看似科学的做法表示怀疑，因此他们采用的方法是更多地依赖于判断来评估相关风险。

那些价格波动大于市场整体的股票被认为是比波动小于市场整体的股票风险更大。从理论上说，将β值这一价格波动性的度量指标与“市场风险溢价”相乘，得到的结果体现的是这一特定股票的特定风险水平。这个乘积再加上无风险回报率就得到折现率。

只有在目标公司的股票价格以及市场和市场指数所反映的投资者行为全部都是理性的情况下，β值才是有用的。这种条件称为“效率市场”，某些公司以及某些市场或市场细分在一定的时间和一定的情况下可能满足效率市场假设。

但这些条件不是普遍存在的。90年代末股票市场价格及其波动性使我们有理由相信这些条件在当时是不成立的。有的公司的股票交易价格低于了其内在价值——而这正是价值投资所宣扬的关键。在过去的10年中，出现了大量的著作对β值的有效性表示怀疑。

对β值的信心来源于对效率市场的信心。但如果我们认为效率市场假设成立的话，则意味着90年代末权益资产的风险溢价为负值、零值或者非常接近零值——这是在假设效率市场成立的情况下对90年代末的高股票价格的惟一合理解释。在资本资产定价模型下，市场风险溢价为零意味着折现率等于无风险回报率。但这是一个奇怪的结果，它与我们的常识相悖：普通股风险大于美国国库券。

于是我们回到了我们的起点：评估权益证券的折现率需要判断特定公司的风险水平与无风险证券如美国国库券相比高多少。现代金融理论认为回报率与风险相关（你得到你所支付的），而价值投资则认为回报率与努力相关（你得到你应得的）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章

市场价格

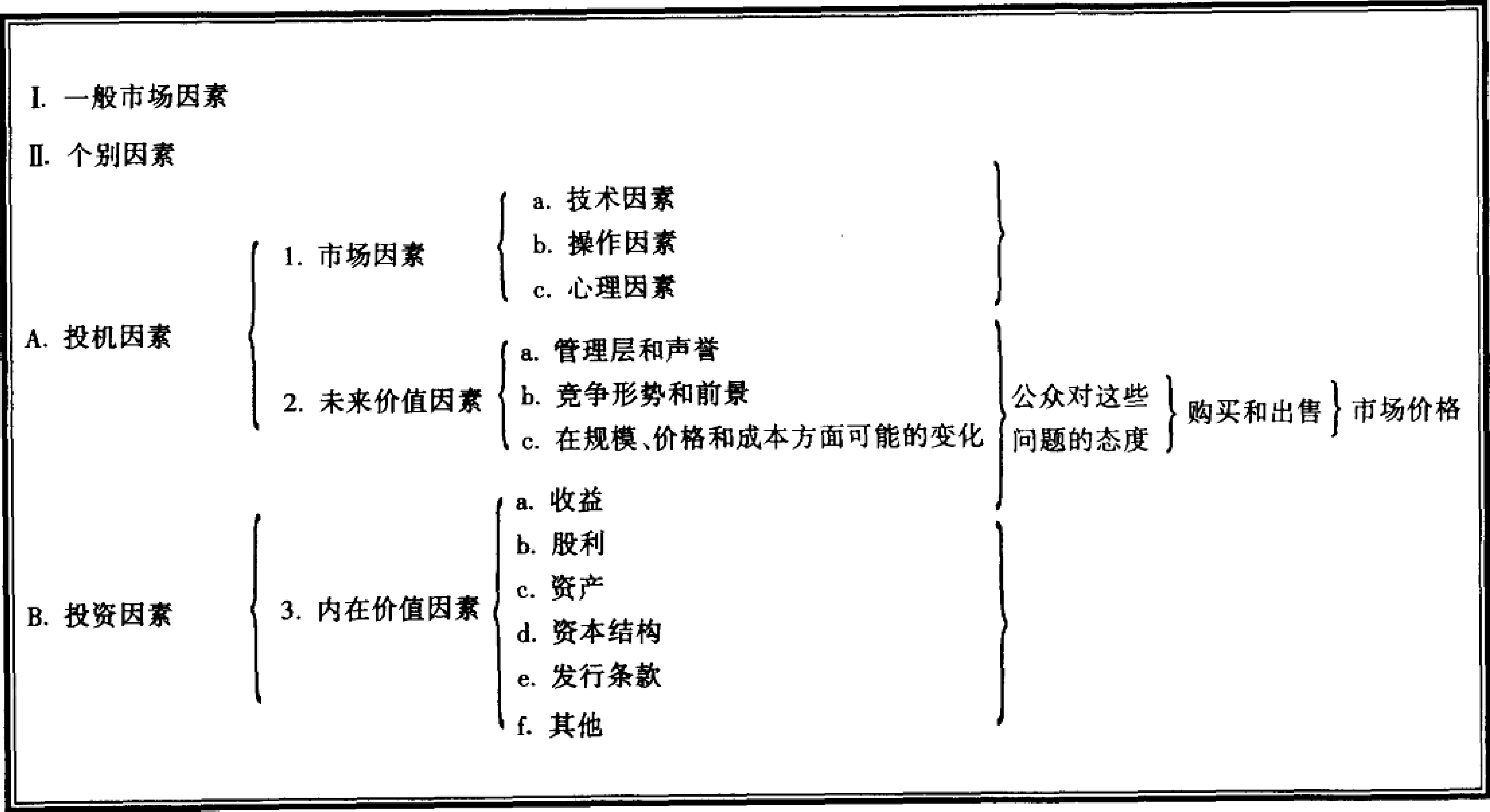
价值投资在股票价格围绕公司商业价值波动时能够起作用。也只有这个时候，股票可以低于商业价值的价格被购得（或者以高于商业价值的价格被出售）。价值投资者认为价格存在于这种波动的夹缝中。格雷汉姆将这种行为形象地比喻为“市场先生”。他认为市场行为是人类的集体心理行为，它反映了过于乐观或者过于悲观的市场情绪。这种观念可以产生很多有助于我们理解什么是价值投资的深刻见解。

影响因素

很多复杂的因素在影响股票价格。格雷汉姆划分出两大类因素：投机因素和投资因素。投机因素是市场上的各种杂乱的影响因素，它包括技术的、操作的以及心理的因素。而投资因素则是与评估相关的，主要是包括收益和资产在内的财务数据的评估。参看图 8.1。

那些既有市场特征又有评估特征的因素被格雷汉姆称为未来价值因素，包括管理水平、竞争态势以及公司销售额和利润的前景。所有的因素都经过投资公众的态度过滤，而公众的态度产生了市场上的购买和出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:《证券分析》(1940 年第 2 版,第 27 页),本杰明·格雷汉姆和大卫·多德著

图 8.1 格雷汉姆对内在价值与价格的关系的描述

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售决定，从而产出的结果就是市场价格。

有一种观点认为任何人都可以预测这个过程的结果，或者说这个过程产生的市场价格一定正好等于价值。这种观点过于牵强。价值投资认为在度量市场情绪上花费时间是一种浪费。价值投资关注的是商业价值，而不是市场价格。

强调业务本身而不是其价格能够提醒价值投资者，持有股票意味着持有一个持续经营企业的利益。明白这一点后，投资者才能积极地学习那些构成他们能力圆圈的知识，进行财务分析以及评估价值－价格关系。遍布的市场价格数据很容易使得权益投资者忘记他们也是公司业务的部分所有者，于是逃避进行严格的业务分析。

考虑市场情绪的惟一原因是在经济普遍处于低潮而市场萎靡的时期，成功地选择股票的可能性也增加了。有三个原因导致了此现象：（1）可能定价低于其价值的公司增加了，（2）市场上的投资竞争对手减少了，（3）来自媒体和管制的压力促使企业改善管理质量并采用保守的会计方法。

市场价格并不重要

在讨论普通股时最常用的指标是市盈率（P/E），这个指标反映的是一支股票的成本和其产生的收益之间的关系。很多人错误地以为价值投资就是寻找低市盈率的公司，但并不是所有市盈率低的公司都是好的投资对象，也不是所有市盈率高的公司都是坏的投资对象。尽管市盈率可能用做检查的指标以防止支付过高，但价值投资者并不把它作为价值评估的良好尺度。

市盈率可以作为一把筛子。格雷汉姆就只购买那些市盈率处于过去五年来的最低点的公司。他同时还要求回报收益与价格的比值（当期收益除以价格）至少是高等级债券一般比例的两倍。其他的价值投资者都遵循这种操作。这些分析工具有助于避免市场幻觉的影响。市场并不一定总是正确的，但这些方法使得价值投资者受市场失灵的影响很有限。

价值投资者也避免将市盈率作为传统评估分析。这有别于纯粹的折现现金流（DCF）分析的倡导者。当他们的评估分析所产生的投资对象

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

范围比较大时，他们就会倾向于使用市盈率来缩小选择范围。

另一种方法是比较公司的股票价格和其现金流（P/CF）。假设一个可比公司的 P/CF 比例为 10（假设其价格为 20 而现金流为 2），并将这个比例应用于对目标公司的分析。假设该公司的现金流为 3，则意味着我们基于可比公司得出公司价值为 30。这个数据的可靠性是不确定的。因为此计算的可靠性完全依赖于可比公司市场定价的有效性。所以，尽管有很多金融专业人士采用这种分析技术，大部分价值投资者都弃之不取。

价值投资者在考虑公司价值时把损益表和资产负债表作为信息的来源。这些财务报表提供的数据优于那些市场导向的分析工具，例如市盈率指标。原因有二，第一，权益回报率指标展示了全面的会计图景，其分析包含了负债和权益，而市盈率指标也需要从资产负债表中获得收益数据。第二，权益回报率是内在的或内部的评估方法，而市盈率则是市场或者说外部的评估程序的产物。市场指标所反映的正是格雷汉姆所谓的“市场先生”而不是内在价值。

对非理性定价的理性分析

悲观的投资者产生了萧条的股票市场价格。抛售蜂起导致价格下跌。即使是风险偏好还算中等的投资者也很快地退出了，而胆大一点的也紧随其后。一个下跌的市场螺旋随之形成了。

价值投资者竭力避免这种状况，他们对自己的风险偏好有一个清楚的认识。正因为如此，他们能够勇敢地面对股市的潮起潮落。

掌握一个人风险偏好的惟一方法是要认识到，对大部分人来说损失带来的痛苦是收获带来的乐趣的好几倍。平均来说，人们对损失的厌恶程度是同样数量的收益给人们带来的效用的 2.5 倍。一个人的风险厌恶程度越高，价值投资对他越有吸引力。对于那些极端的风险回避者，纯粹价值投资是最合适的（格雷汉姆就是极端的风险回避者）。

何时抛售

当市场出现抛售风潮时，投资者所面临的一个棘手问题就是是否要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加入进去。对于价值投资者来说，答案是否定的。但可能更相关的一个问题是何时出售。价值投资者在购买时就设定了出售的标准。他们在购买时的态度就是选择那些最不可能满足出售标准的股票。

但公司始终在变化，当经营情况恶化时就应该及时将其股票脱手，正如公司的所有者有的时候也不得不决定关闭公司一样。在选择股票的时候，价值投资者明确定义了公司状况恶化到什么程度时应该将其股票出售。其逻辑非常简单：用购买股票时的取舍因素来决定哪些股票应该出售以及何时出售。

当最初促使投资者购买股票的因素消失的时候，这些股票就应该被出售。以下是对这类因素的概括：

内部因素：意图不明的管理层行为、信息披露不清或会计操作令人费解、过分大胆的并购活动，以及管理层薪酬过高。

外部因素：竞争加剧、新技术的冲击、违规操作、存货下降以及应收款变现。

经济因素：利润率减少，权益回报率、资产回报率和投资回报率下降，收益下降，负债相对于权益急剧上升，流动比例和速动比例下降。

价值投资者尽量避免在这些不利消息只是暂时性的时候就抛售股票。利润率下滑四分之一以上则应该引起重视，但如果只是销售订货下降四分之一则问题并不算特别严重。如果调查显示企业存在更深层的问题，那么这种下滑可能就是永久性的，那么股票应该被抛售。判定企业经营的永久性恶化需要大量的证据。

当无法准确判断企业经营恶化是暂时的还是永久的时候，价值投资者会采取套期保值策略，也就是出售持有的部分而不是全部股票。

价值投资者从来不会仅仅因为股票价格下跌而将其出售。他们需要证据说明公司的内在价值在下跌来作为出售的理由。而股票价格波动太变化无常，不足以构成内在价值下跌需要出售股票的依据。

当投资策略预先设定了一个比较高的价格水平，并规定当达到这个价格水平时就抛售股票，很多价值投资者仍然坚持了同样的混合战略：当不确定这种发展是永久的还是暂时的时候，只出售部分而不是全部股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票。

控制权的价值

价值投资探讨的起点是不变的，那就是认识到资产的内在价值是其折现现金流的价值。但并没有对资产进行定义。对于例如政府债券、一家比萨饼店或者一个金矿这样的资产来说，其定义是比较直接而明确的。但对于向普通股这样的资产来说则难于定义。

对于普通股来说，它所代表的资产既可以是一家公司，也可以仅仅是特定的股票。关键的差异在于是控制了公司 100%的股权还是只拥有少数股权。

一家有 100 万股流通股的中型公司本年度可能要分配 1 亿美金的多余现金。理论上讲，每 1 股的持有者应该获得 100 美元。这个数字是评估本年度该公司所有权价值的基础。但试图全部收购此公司的投资者经常会出高于 1 亿美元的价钱来买这些股份。同样地，在由少数股东发起的评估争议中，法庭裁决往往也会考虑类似的股权溢价。

市场在对单独的股票进行定价时通常倾向于认为其是少数股权。所以，在评估股票价值时，应该同时评估公司的整体价值和作为单独的股票的价值，而价格也应该与这两个价值都进行对比。比较的结果可能是：公司价值为 100 美元，而市场价格为 90 美元。但这并不就意味着该股票价格被低估了，也并不一定该公司就是价值投资的对象，市场交易产生了股票价值的内在折扣。

因此，投资所需的安全利润率也提高了。这是促使格雷汉姆推行安全利润率原则的因素之一。从另一个方面说，自从格雷汉姆率先倡导这种方法以来，美国形成了一个发展良好的收购市场。持收购目的的投资者愿意支付很高的市场溢价，因而给单独的投资者带来了很高的控制权溢价。

有的价值投资者认为收购有助于真正发现一个投资对象的价值。但对于非专业的投资者来说，压注于收购比按照一般的做法寻找那些拥有商业特权并且价格满足安全利润率要求的公司更为困难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 章

骗局与幻觉

在20世纪90年代末，除了价值投资者以外，几乎所有的投资者都翻了船（价值投资者在90年代初也表现相当不错）。各类投资者，包括动力投资者、增长投资者、指数投资者和基于现代金融理论的组合投资者都被市场泡沫所欺骗。只有价值投资者避开了这些产生金融泡沫的骗局与幻觉。他们的做法是始终坚持基础分析，专注于对资产负债表、收益以及权益回报率等可靠数据的分析。他们拒绝关注那些可靠性不高的财务指标以及与实际可度量的业绩不相关的空话。来自90年代末21世纪初的典型例子将有力地说明这点。

令人飘然的90年代末

20世纪90年代末是一个经济高速扩张、技术革新迅速涌现的时代，这种剧变的根源是技术的开发及其带来的互联网与电信增值服务的大规模推广应用。为了实际说明这种突变，我们举个例子：在1996年的时候，几乎没有人使用电子邮件，也只有少数人使用手机，到了2000年的时候，这两项产品已经成为绝大部分人的日常用品了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如此振奋人心的金融年代不可避免地吸引了不计其数缺乏商业知识的投资者和缺乏道德是非标准的商业经营者。这二者结合在一起就产生并维持了对真实成就的夸大。让我们回忆一下联邦储备委员会主席阿兰·格林斯潘对这个年代的评价：这是一个有人需要幻觉、有人创造幻觉的年代，非理性的弥漫与贪婪结合产生了虚假的会计，虚假的会计创造了幻觉。而只有价值投资者穿透了这种幻觉。

90 年代末的市场幻觉在 21 世纪初终于破灭了，直到这个时候非价值投资者们才真正意识到金融泡沫的存在，随之而来的是股票市场指数的狂跌。这个年代的金融幻觉的直接产物就是安然公司（Enron Corp.）内幕的被揭露，它始于 2001 年底而在 2002 年初的时候达到高潮，这更加提升了本来已经高涨的市场焦虑。随着安然公司丑闻的暴露，国际交叉公司（Global Crossing，Ltd）的会计舞弊也随之被揭发。关于电信行业的一系列操作和政策的可疑会计报告浮出水面。

随后在 2002 年中期发生了一股公司倒闭的风潮，最著名的是巨型电信企业世界通信公司（WorldCom Inc.）和奎斯特国际通讯公司（Qwest Communication International Inc.）。还有很多关于会计舞弊的案例，这些本来是不起眼的新闻一下子受到关注，成为了报纸头条或者广播和有线电视的特写报道内容。而所涉及的公司则包括那些家喻户晓的企业，例如美国在线时代华纳公司（AOL Time Warner Inc.）、赖特艾德公司（Rite Aid Corp.）和施乐公司（Xerox Corp.）。

这四家丑闻缠身的大公司——安然、国际交叉、奎斯特和世界通信公司——都有两个显著的特点，使得他们不在价值投资者考虑的范围之内，这并不是巧合。第一个特点是，这些公司都很新。世界通信公司在 1995 年才进行首次公开发行，而国际交叉和奎斯特都于 1997 年才上市。而安然公司原来只是一家不起眼的天然气公司，它在经历了 90 年代中期到末期的彻底改革之后成为了一家主营宽带和风险管理业务的机构。

第二个特点是，这四家公司（被称为“四大骗局”）能够脱颖而出都是由于他们激进的会计操作迎合了头脑发热的投资者的胃口。投资者倾向于将资产负债表数据放在次要位置，在收益报告中采用预计的数据而不是基于一般公认会计准则的计算，忽略折旧费用在反映所需重新投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资方面的重要性。这些公司概括起来所体现的管理失误实质上反映了投资大众对市场幻觉的沉溺。表 9.1 总结了这几家公司的失误。

这四大骗局公司数十亿美金的规模相应地给上百万的普通美国人带来了巨大的个人损失。而这一切的大背景则是金融泡沫的破灭使得广大非价值投资者们上万亿美元的财产化为乌有。

表 9.1 价值投资的对照

	所有公司都是新成立的	激进的表现
安然公司	90 年代转型	关心报表而不是经济实质
国际交叉公司	1997 年首次公开发行	采用预测数据
奎斯特公司	1997 年首次公开发行	在重新投资上的短视
国际通信公司	1995 年首次公开发行	资产负债表作为藏匿之地

20 世纪 90 年代末的四大骗局公司有两大共同的特点：所有公司都是新成立的，并且所有公司都采用了激进的会计处理方法来迎合和利用投资者情绪。

这些因素组合起来自然而然地在非价值投资者中产生了一种过度反应的趋势，其结果就是对所有美国公司的财务报告的质量产生了大规模的质疑，这种趋势很快蔓延到全世界。

人们对这些骗局进行了分析，但往往并不透彻。价值投资者则对这些形式各异的丑闻进行了更清晰的分类。他们强调安然公司实质上是一个庞氏骗局（指骗人向虚设的企业投资，以后来投资者的钱作为快速盈利付给最初投资者以诱使更多人上当——译者注）。它由一伙魔鬼设计并掩饰，来迎合那些充斥市场的头脑发热的投资者。而四大骗局的另外三个公司——以及更多的其他公司——则是电信狂潮的牺牲品。

更明确地说来，每个人都需要牢记一个不言而喻的事实：当技术的气球在充气膨胀的时候，很少有人会反对采用激进的会计操作，于是衡量公司业绩的是销售收入而不是收益——人们关心的是点击网站的眼球数，而不是这些人的消费数量。但受害者往往不喜欢受到谴责。

安然公司：关心会计报表而不是经济实质

安然公司在 80 年代的时候是一家从事天然气钻探和管道铺设的公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司。它在90年代末的金融繁荣中转型成了一家靠记录虚假收入骗人的空头公司。它的首席执行官，肯尼思·雷（Kenneth Lay）在金融幻觉的全盛期被管理战略的热衷者们所狂热追捧。但事实上，他可能仅仅是一个傀儡，而真正在操控公司并欺骗投资者的是他的副手。

第3章引用了安然公司决策政策：基于会计指标而不是潜在的经济实质。我们来考虑一下这个策略的一些影响。

该公司参与了大量的交易活动，而这些波动性很强的交易活动都被设计在一个独立的实体内。这种做法的目的是将公司的收益也就是将股价与短期交易活动的波动隔绝开来，从而维持了公司会计指标的稳定。这种采用特殊目的实体的做法是会计法、商业法和证券法所允许的。

为了使其不出现在资产负债表上（在第11章中将进一步探讨），这种特殊目的实体必须同时满足合并会计的一般准则和针对这种实体的特殊准则。一般准则要求为了避免一个实体的完全合并，此实体的大部分权益必须由第三方控制；而特殊准则则规定这种特殊目的实体的总资本中，至少应该有3%以上为权益资本（意味着负债/权益比大约为32:1）。

在初期的交易中，安然公司严格遵循了这两类准则，保持特殊目的实体的负债/权益比例不高于32:1，并且将该实体权益的大部分或全部都归于第三方。但在随后的交易中，安然开始违背一个甚至同时违背两类准则。在绝大部分交易中，安然公司，或者是其成员公司，或安然的管理层人员持有了权益。这就意味着这些交易包含了关联方交易，因而应该被合并到安然公司的会计账中。但实际上并没有如此操作。这些被安然公司控制的实体所负担的负债额最后累积到数十亿美元，而用以抵偿负债的证券往往是安然公司自己的股票。当公司业务状况恶化时，安然公司的股价下跌，这些负债则由于无法抵偿被打回，导致了公司的破产。

安然公司的大部分交易活动都是通过特殊目的实体来进行的，而它的直接活动则集中在以开发和交易金融衍生证券为主的风险管理业务上。在这个领域内，会计准则提倡使用实时评估方法（称为紧盯市场准则）。而安然公司则倾向于采用过于乐观的假设和过于激进的判断——这正是价值投资者所反对的，他们强调会计处理应该反映经济实质而不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是仅仅为了营造一种欺骗性的图景。

公司管理者向那些用于交易的资产指派了高价值并将这些数额列示在资产负债表上，于是相应地也产生了损益表上的高利润额。在另一种情况下，管理者将借来的资金不当成借贷，而是作为了出售和购买交易——这是一种经典会计骗局的现代版，价值投资者对此保持高度的警觉性。

国际交叉公司：预计数据的幻觉和现金流的迷梦

国际交叉公司最早创立于 1997 年，其创始人经历繁复，但从来没有经营一家上市公司的经验。该公司宣称自己通过一个整合的全球网络提供电信服务，该网络覆盖全球 27 个国家上百个主要城市。公司的一个目标是在大西洋和太平洋底铺设电缆，将各大洲联结起来。这就是最终的“谎言股”。

非价值投资者们正热衷于此。此公司在百慕大群岛注册成立一年之后就在美国上市了。它在市场上疯狂融资，很快就筹集到了超过 400 亿美元的资本。两年后，由于种种证据说明这是一个会计骗局，公司破产了。

正如电信行业的其他骗局公司一样，国际交叉公司从来就没有过一份严肃的商业计划、可靠的首席执行官和稳定的现金流。和其他缺乏稳定的业务支柱的公司一样，该公司通过加快收购活动来维持其增长，试图依靠购买增长来推动其一系列的商业计划。由于公司在资本市场上疯狂融资，它才有充分的资金来支持这些收购活动，而被收购对象也乐于出售。只有非价值投资者才会掉进陷阱，购买国际交叉公司的股票。

国际交叉公司最擅长的一种财务手段称为预测报告，这是一种用于掩盖一般公认会计准则结果的技术。在电信狂潮中，这是最有破坏性的会计操作之一。预测会计通过多种不符合一般公认会计准则的分录来得到其会计结果，而这个结果正是一个精心预备的骗局。

预测报告在 90 年代末广泛流行以致于用一般公认会计准则得到的每股收益（EPS）与预测会计得到的每股收益（EPS）差距越拉越大。预测会计所得到的每股收益往往比一般公认会计准则的结果好两倍。采

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用这种会计操作的公司数量也急剧增加，超出了电信行业的范围。尽管高技术产业公司仍然是这种操作的主要使用者，标准普尔 500 成份股中有超过一半的公司开始迷恋上了这种方法。尽管经过了市场的呼吁和法律的限制，很多公司仍然坚持报告预测的收益数字。

这种忽视管理者不喜欢的准则的做法并不仅仅局限于忽视那些不引人注目的会计条目。很多公司在用预测会计方法报告经营结果时，忽略了那些在一般公认会计准则下被认为是费用的条目，例如销售费用、营销和人事成本，开办子公司的支出（尽管如此，没有哪位管理者会在预测会计的名义下忽略那些收入条目，例如销售收入）。

国际交叉公司走到了一个极端，它的做法是其他传统公司无法比拟的，即使是在四大骗局公司里面也是首屈一指。2001 年 8 月，一位财务管理人员发现国际交叉公司及其亚洲分公司对现金收入和调整后现金流的预测价值做了不适当的报告，原因是没有遵循对现金票据和收益通常的会计处理。他同时也对现金数量被夸大表示了忧虑，因为这个现金数量的得出所基于的交易不存在现金的收取或货币的交换，仅仅是生产能力的交换。

公司反驳了这种指责，它宣称其审计师已经在反映了这种差异的公司年报上签字并表示同意。它还解释称公司的公开档案披露了公司如何得出预测数值，并强调了这些数值不能用做一般公认会计准则的替代。在这些档案中，此公司称这些预测数值是用来评估公司的业务版块的业绩和变现能力的。

这个公司同时辩称它在报告中披露了购买别的电信公司资产的交易，而这些电信公司同时也是国际交叉公司的顾客。所披露的数字包括现金收入和调整后现金流中包含的现金数额，以及公司做出的现金承诺的数额。

这种通过宣称已经在报告中充分披露来为预测数据辩护的做法其实是在说公司已经劝告投资者不要依靠预测数据。但这明显是自欺欺人。如果投资者们会对预测数据不予理睬的话，那公司何必发布这些数据呢？

这其实是一种基本的心理操控手段。如果预测数据显示的每股收益是 3 美元而按照一般公认会计准则得到的每股收益为 1.5 美元，你不可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能让投资者忽略 3 美元而仅仅看到 1.5 美元。这就像你不可能把挤出的牙膏弄回管子里一样。

聪明的价值投资者不会被这种利用预测数据的花招所迷惑，价值投资者们强调确定的、真实的结果。他们倾向于使用资产负债表上那些确定的数据。而损益表上关于当期收益的数据作为补充，并可能根据分析者需要做适当调整。他们也会在一定程度上关注现金流量表以评估收益的质量以及与财务能力和业务风险相关的各种因素。

但价值投资者对基于预测数据的分析不感兴趣。数以百万计的非价值投资者热衷于此，他们给预测数据赋予了溢价而几乎忽略了资产负债表。

奎斯特公司：所有者收益上的短视做法

奎斯特国际通信公司是 90 年代末崛起的另一个美国公司。与很多电信公司一样，奎斯特公司由于在光纤电缆上的过度投资而吃尽了苦头。这些投资给它的创造收益和现金流的能力带来了很大的压力。奎斯特公司在电信繁荣时期与国际交叉等公司联手创造出了欺骗性的交易会计记录。

这两家公司都提供本地电话业务。一种常用的花招就是产能互换。电信公司为了创造新的电信通讯能力需要投入成本，然后再将这些能力与其他电信公司互换。

这种在竞争公司间互换产能的做法据说是为了填补双方网络的空白。尽管如此，公司还基于互换能力的价值进行了有争议的账面记录。成本费用被资本化了，并在未来很长一段时期摊销。

为了简化说明，我们举个例子：公司 A 为了新建一定的通讯能力，可能需要的成本投入为 100 美元，而另一家公司 B 认为这个通讯能力价值 120 美元，于是通过互换，公司 A 得到了价值 120 美元的通讯能力。于是，这 120 美元在立即被作为收入入账，而 100 美元成本则在未来 5 年中分摊，每年 20 美元。真是如变戏法一般。

于是公司 A 获得了 120 美元的收入，而当年的成本费用为 20 美元，于是这笔交易在当年的净利润为 100 美元。保守的会计方法仅仅将这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

操作作为互换，而不记录任何的收入，并将全部 100 美元成本作为费用处理，于是在帐本底线上就会有 100 美元的负值。我们可以看到这两种方法差异巨大：一种产生了 100 美元的正值，一种产生了 100 美元的负值。

即使是采用不那么保守的会计方法，这 100 美元的成本也应该资本化，第一年所分摊的年成本为 20 美元。但 20 美元损失与净赚 100 美元之间的差异仍然有如晨昏。

这些花招掩盖了折旧的作用，使人们忘记了它其实是公司所需重新投资的代表（所有者收益的概念背后所隐藏的核心观念，在第 6 章中有所讨论）。而投资者的偏好则为这些花招提供了借口，他们热衷于现金流分析，而对研究资产负债表与损益表的联系，如权益回报率等传统指标不感兴趣。

这些会计骗局一个致命的特点就是骗局公司都很容易为会计处理方法的变动找到依据。他们常常从事不同寻常的交易，例如电信能力互换，而对这些交易没有直接的权威会计方法。于是，对常规会计准则的推广应用就为这些会计骗局提供了发挥的空间。

基本的会计准则规定销售收入需要在销售完成以后在损益表上予以确认，并将对创造未来收入有所贡献的费用资本化。作假者们很容易利用这些简单的准则来为他们在电信能力互换上的会计操作找到依据。尤其是几乎没有人注意到这些时，只有价值投资者察觉到了这些花招，但他们只代表了市场的一小部分参与者，其批评意见也得不到重视。

决定对这些新颖的交易采用什么样的会计手段需要公司财务经理与外部审计师进行探讨。这种探讨一般来说是财务经理询问审计师相关行业是如何处理这类交易的。而审计师一般来说会去查阅行业实践。而这种程序的危险在于，如果这个行业的领先者是一个激进会计操作的热衷者，则相应的行业常规行为也会非常激进。其结果就是激进会计的蔓延。

电信能力互换是一个合适的例子。它是电信行业的一种创新并随之在业内被广泛采用。相应的行业标准会计操作也被发展起来，而创立者正是四大骗局公司中的电信行业公司。其结果是这种影响恶劣的会计操作在业内广泛流行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种会计操作强调以收入作为衡量财务业绩的核心标准，而这种倾向正是被当时的非价值投资者所推崇并广泛认可的。这种影响很快拓展到其他影响收入确认的会计领域，当一种会计操作能够产生更高的账面收入时，它就被欣然采用。

尽管如此，激进的会计操作并不能产生持久的效果。在上面电信能力互换的例子中，如果在今年确认了 100 美元的收入而将费用资本化并在今后的 5 年中每年计提 20 美元，则在接下来的四年中，每年都需要新增 100 美元的收入来保持公司的账面财务记录与今年持平（这正如路易斯·卡罗在其《透视玻璃》中描写的红色王后一样，必须不停地奔跑才能保持在原来的位置）。这种做法在短期可能是可行的，但它给企业带来了沉重的负担。在 90 年代末期的电信行业中，要维持财务业绩意味着进行更多的能力互换。但正如一个长途奔跑者的耐力限制了他的奔跑一样，能进行虚假会计的领域也是有限的，不可能靠无穷尽的会计花招来维持财务业绩。价值投资者很清楚这一点。

世界通信公司：资产负债表作为藏匿之地

世界通信公司的失败代表了一类会计骗局：骗局公司利用了浮躁的投资环境，在这个环境下，投资者几乎忽视了资产负债表而过于关注由被夸大的损益表所推出的估计的现金流。作为美国第二大的长途电信运营商（使用 MCI 公司的品牌），世界通信公司的业务到 2000 年的时候已经举步维艰。整个电信行业都在超支，行业形势急转直下，业内企业都在抢夺那些并不存在的业务。

美国市场管制者拒绝了世界通信公司购买了斯普立特公司的投标，这使得公司靠收购来维持增长的习惯无法继续。在没有新的收入流而费用又在持续增加的情况下，世界通信公司只能在会计上做手脚。它的第一项动作，是在 2000 年末通过在资产负债表上计提各种准备金来吸收费用。这使得 2000 年下半年的费用减少了 12 亿美元。但这还远远不够，公司决定将线路成本（为了提供长途通信而支付给本地网络运营商的费用）的费用转移到资产账户下，这使得资产账户下很快增加了超过 40 亿美元的数额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些花招很快在一次对资本支出的内部抽查中被发现。一般来说线路费用应该被看做是用以产生当期收入的常规经营费用。如果是这样的话，则线路费用应该作为当期营业费用入账，它不应该被资本化（也就是被当成资产入账并在未来期间摊销）。

公司的管理者们辩称这些线路费用会对未来的收益有所贡献，并且也有证据表明这种观点在电信行业颇为流行，但它并不符合一般公认会计准则。几十亿美元的线路费用被计入了资本支出账户，于是成为了资产负债表上的资产项（不影响损益表数据），因而不再是抵减净收入的费用账户。

国际通信公司 2001 年报告的线路成本为 150 亿美元，而实际应该入账的数额为 220 亿美元（其余的被资本化了）。这种差异使得公司在 2001 年和 2002 年第一季度本应有的账面大额亏损变成了明显的盈利。使得问题更为严重的是，在之前的年份，线路成本都是作为当期费用入账的。公司同样需要对 2001 年的这种会计变更做出合理的解释。

将营业费用作为资本支出入账其实一种古老的把戏，但弄虚作假者往往会做得很过火，使得资产负债表变得很醒目。资本支出账户在一年之内增加了数十亿美元，这即使对于国际通信公司这样上百亿美元规模的大企业来说也是很引人注目的事件。

价值投资理念对资产负债表的始终关注，使得价值投资者们能够认清国际通信公司的骗局。将资产负债表作为藏匿之地的诡计应用于非价值投资者身上几乎是屡试不爽。

输家和赢家

是什么样的投资哲学促使人们掉入四大骗局公司的圈套中呢？指数投资者投资于这些公司是因为它们构成了市场指数的一部分。动力投资者在对这些公司的追捧中推波助澜，进一步促使了公司的管理层采用这些会计把戏来继续抬高已经被夸大的股价。对组合投资者来说，只要公司股票价格以 β 值度量的历史波动性符合他们的风险偏好，他们就愿意投资。即使是增长投资者也投身这些骗局当中，因为他们对这些公司无穷尽的增长谎言深信不疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有价值投资者保持了清醒的头脑，原因在于他们了解资产负债表的核心地位，以及研究当期收益并对其做必要调整的重要性。他们深知现金流分析的局限性和预测报告的荒诞不经。铁的事实是对价值投资威力最有力的证明，也解释了为什么价值投资在 90 年代末失宠，而在 21 世纪初又再度复兴。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 章

长期报告问题

价值投资者由于关注于基本问题而避免了受骗，他们始终对骗子用以掩饰自己骗术的手段保持警觉。对会计操作的进一步探讨将揭示一些在财务报告作假中常用的会计花招。而价值投资者在进行公司分析的时候应该对此保持关注。

收入的确认

收入的确认也就是决定损益表的首行内容。确认收入的关键要素是确认时间和数额（同时也要考虑账款不能收回的风险并相应作坏账费用的处理）。

安然公司在作为能源产品买卖交易的中间人时就违反了收入确认的原则。安然公司在这些交易中收取的服务费用是按照交易额度的一定百分比来计算的。但公司在入账的时候不仅仅包括了这一定百分比的服务费用，而且将整个交易合同的金额都记入了自己账上。这就违背了收入数额确认的基本原则。

在不适当的收入确认时间方面，施乐公司则是一个例子。该公司所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

签订的一份长期租赁协议允许租赁方按照合同使用机器设备并按期支付租赁费用，且拥有买下这些机器的权利。正确的收入确认方法应该是在收到定期的租金支付时把其作为收入入账。但施乐公司却是在租赁协议签订的时候就将收入全部入账。

麦克森哈博斯公司（McKesson - HBOC）的交易也违反收入确认的原则。这个例子中主要的问题在于将并不确定的收入作为最终收入予以记录入账。收入的不确定性是由于在合同中向购货方提供了退货的权利。还有证据表明一些更为激进的会计操作，例如将销售合同回溯到更早的日期。

另一个典型的案例是阳光公司，它是一家小型工具和露营器具的制造商。它在按照合同发货的同时给予购买者退货的权利。也就是说销售并没有最后完成，但公司却认为销售已经完成，于是过早地确认收入，使得收入数额被夸大。阳光公司还将不合时令的产品，例如炭烤肉架，在需求时令来临前发出，并在发货时就确认收入而不是在烤肉季节到来顾客发出订货要求时才确认。

费用：经营的成本

一个基本的会计原则是要将费用和相应的收入进行配比。为了经营一个公司需要付出努力，这反映在损益表上就是成本，而这些成本则应该分摊在它创造出经营成果（也就是收入）的期间。费用的确认原则，包括数额、时间的确认以及相应的调整原则，都与收入的确认原则相类似。

大部分的公司会赊销其产品和服务，而在它们所提供的信用期内不会收到支付款。从公司的角度来说，赊销产生了应收账款。典型的应收账款要求的支付期是 30、60 或者 90 天，有的则会延伸到 12 到 24 个月甚至更长时期。

大部分赊销的公司都有自己的信用部门来评估客户的信用质量以及确保客户按期支付。如果客户没能按期付款，公司会发出追讨信函要求支付。如果多次发信之后仍未能奏效，公司则认为此笔账款无法收到。这些无法收回的账款便以费用处理，这也是向客户提供信用优惠的代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价。

在配比原则之下，坏账费用被视为与收入同时发生，因此应该与应收账款同时被确认并计入账中。也就是说在每个会计期间，管理者都需要确定这一时期作为收入发生的应收账款中有多大比例应该作为坏帐费用计提。管理者永远不会事前知道准确的数值，但一般公认会计准则规定采用历史数据来估计并选择保守的估计值。

在估计应收账款的坏账时，评估者很难确知估计值是过高还是过低。同样，判断上一期的估计值是否需要修改来反映随后期间的差异也是很困难的。而这些估计在很多期内对损益表和资产负债表都造成影响。由此可见，即使在最简单的会计操作中也存在要花招的可能。价值投资者对这些细节绝不应放过。

在 90 年代末期的时候，一些电信设备制造商向互联网领域内的一些低信用公司出售设备，而这些公司的支付能力令人怀疑。尽管如此，制造商仍然将这些销售收入入账，却没有计提足够的坏账备抵。

国际通信公司在这中间也是一个作假者。从 1998 年到 2000 年，公司内部的会计员很尽职地记录了那些很可能不会支付电话费用的客户名单。而高级会计人员照常忽视了这些备抵记录。相反，他们一直等到 2000 年的第三季度，将一大批应收款坏账集中在一起，总值达到了 4.05 亿美元。这笔费用被一次性计提并被作为不可重现事件来处理。当价值投资者看到如此巨大的“一次性”费用出现时，就会对当期收益进行调整（参看第 6 章）。

对于有些公司来说，应收款起着很重要的作用，而坏账的水平对经营业绩有很大的影响，例如银行、消费品公司以及其他类似的公司。价值投资者会对这些公司资产负债表上的坏账条目以及相应的管理政策的解释给予的特别关注。

在配比原则之下，判定一笔支出是应该在当时作为费用处理还是应该在未来期间摊销的关键，在于这笔支出是否会对未来期间的收益有所贡献。不满足这个条件的支出就与当期的收入配比，而满足这个条件的支出则与未来期间的收入配比。

上一章中提到的四大骗局公司的例子并不是孤立的案例。世界通信公司对业务（capacity swaps）互换的会计处理可能是最恶劣的例子，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它所采用的方法则于90年代末在整个电信行业和其他一些行业里蔓延开来。受到影响的包括 Level 3 Communication 公司、360Network 公司和美国在线时代华纳公司在内的多家公司。而这些公司都在与奎斯特和国际交叉公司进行交易。

这些交易的内容是这些提供内容和服务的公司向线路提供商购买用户线路以及网络能力，而作为交换，线路提供商向他们购买媒体、印刷、广播以及在线形式的广告。在这些交易中，没有资金的易手，但交易双方都认为自己在交易中获得了收入。给这种以物易物的交易确定价值是很困难的，对公司来说最大的诱惑就是夸大交易的价值。

业务交换的手段在90年代末同样也被能源和电力行业所采用。但采用的是一种更简化的版本，避免了业务的实际互换。这些进行“来回交易”的公司与同样的对家以同样的价格就一个相同的交易物进行购买和出售交易。这种“来回交易”不产生任何经济利益，未被内部控制所察觉或者并不禁止。这种交易在安然公司中有所发生，并在杜克能源公司以及 Reliant Resource 公司中出现。

业务互换和来回交易只是“新经济”潮流中涌现的众多以物易物交易中的一小部分。这种交易的倡导者们蒙蔽投资者，让他们仅仅关注于销售收入的增长，而忽略了费用、利润和可持续性。价值投资者不会被此种谎言所愚弄。

交易的会计处理

将费用从当期调整到长期的资本支出的操作也可以反过来进行。很多费用被过早计提以改善未来的业绩数字。这是常常用在收购对象上的手法。如果所购公司的相当数量的资产可以被作为费用剥离的话，则其在未来需确认的费用就会低很多。

这种方法，有时被称为大冲洗（big bath），是 Tyco 国际有限公司惯常使用的策略。这家公司鼎盛时期的几年中连续收购了上百家公司。这种策略的一个重要部分就是将尽可能多的支出作为收购成本而不是普通经营成本。这些做法改善了收购对象的随后业绩，也使得其与被收购前相比，经营成本明显降低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在过去几十年美国公司中争论颇大的一个主题就是对所持有的另一个公司的多数股权的会计处理。一般公认会计准则曾经允许对这一问题有多种备选的会计处理方法。如果股票是支付的惟一形式，同时又满足其他一些限制条件，则这笔交易应该被看做公司联姻，即联营。这种情况下，两个公司的资产和负债仅仅是简单地加总起来。

如果不满足上述条件，则这笔交易应该看做收购并按照收购的会计方法来处理：成本——也就是收购价格——应该基于所获得的资产和负债一项一项地记录在购买方的资产负债表上。如果收购价格高于账面价值——这也是常见的情况——则多余的部分被称为"商誉"（这是一个会计概念，主要不要把其与"经济商誉"混淆，后者是用来表示一个公司拥有商业特权的概念）。商誉可以被看做固定资产，并将其账面价值在未来几十年中每年按一定的比例作为费用摊销。这也意味着每年都会增加一些费用来抵减收入，这使得管理者更倾向于采用联营的会计处理。

这种允许多种方法并存的会计准则给公司管理者提供了操纵会计结果的动机和手段，也导致了我们经常见到的会计丑闻。往往采用不同会计方法的各方都各有道理，上面提到的收购的会计处理就是一个例子。支持采用联营的会计方法的人认为：商誉的价值随着时间推移往往是增加的，所以每年将其当成费用摊销是反其道而行。而支持采用一般收购会计方法的人指出：在大部分的交易中都有一个买方和卖方而不是平等双方间的联姻（合并），而会计处理应该忠实于现实。

最近这双方达成了妥协。新的准则规定将收购作为购买交易来处理，仍然设立商誉账户，但并不每年将其摊销为费用，除非商誉的价值降低。与通常的情况一样，妥协解决了一个问题——人们不再有动机去作假来满足进行联营会计处理的条件，但妥协又产生了别的问题。由谁来决定商誉的价值是否降低了？妥协仍然为采用大冲洗或其他类似的伎俩创造了机会。

事实上，这条准则实行以来，出现了大量的公司商誉的账面价值降低的例子，美国在线时代华纳公司的行为就引起了比较广泛的关注。这两家公司合并的时候，采用了收购的会计处理方法，创造出了一个商誉账户。随后公司股票价格急剧下跌，以致于会计师不得不认定公司的商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

誉已经降低。于是公司只得计提了540亿美元的费用，这在美国公司历史上是最高的。

价值投资者很关注公司的这类举动。准则在收购的会计处理上的妥协使得管理层需要作出很多判断，决定什么时候确认商誉价值降低，降低了多少等等。管理层需要在年度报表里对这些决定作出完整的解释。同时，报表中也应该披露对此事件可能产生的影响的评估结果。研究这些报表能够显示管理者是否有诚意如实地报告经济现实。

无形资产的挑战

无形资产包括专利权、商标权和版权等等，它们在公司业务中的地位越来越重要，其会计处理的影响也越来越大。无形资产总是价值不菲，也总是带来很棘手的会计问题。这些会计问题的细节颇为微妙，这也为不择手段的管理者提供了操纵会计结果的动机。

基本的做法是：如果无形资产来自于公司的自主研发，则在账面上记录研发费用并保持这个账面记录不变。如果公司是通过购买获得无形资产的，则应在资产负债表上记录购买成本。对于一项无形资产是否需要摊销的判定也和商誉的处理方法一致：每年对其价值进行判定，如果被认为价值削减了，则在账面减少其价值；如果价值没有削减，则保持账面记录不变。支持这种做法的理论也是一样的：大部分无形资产的价值既不会减少也不会被消耗，也不需要进行再投资来维护。而那些价值已经削减的无形资产则需要相应地降低账面价值。

无形资产中也有一类例外的，就是那些有固定使用年限的无形资产，例如17年到期的专利权，这类资产需要在其年限内每年按一定数额摊销。一般公认会计准则同样规定要对无形资产及其会计处理进行充分的披露。对于那些有大量的价值存在于无形资产中的公司来说，其会计报告中的这些披露部分是很值得阅读的。披露的内容包括这些无形资产是如何被分类、确定价值、摊销，以及如何评估其使用年限的。

没有一种会计处理方法是完美无缺的，这也使得仔细阅读报表中的叙述性说明变得尤为重要。无形资产价值的不准确性也使得纯粹的价值投资者不愿意依靠无形资产账面价值的数据，而是关注于研究这些无形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产能够产生什么样的竞争优势和进入障碍。这些无形资产的价值则表现为高而持久的权益回报率。

信息来源

在一份公司年报中，有四个重要的信息来源。人们可以通过公司采用的会计方法，不管是收入的确认方法、商誉是否削减的判定方法，还是其他会计事件的处理方法，来了解公司的文化。参看表 10.1。

表 10.1 信息披露：来源和质量

数字信息	脚注	管理层探讨和分析	年报中的信息
一般公认会计准则允许不同的会计方法选择，包括保守的和激进的方法，同时，数据是经过加总的。	对财务数据的正式解释。往往难以独立客观地提供解释，反映了管理层的坦诚度。	内部人的分析观点。应该能够提供更多的直接解释，但也可能语言晦涩。	管理高层利用此机会就广泛的问题进行非正式的解释，显示了他们的能力和诚实度。

最不好用的原始信息来源是数字信息。这些数据通常是一般公认会计准则所允许的方法的产物，而且都是经过加总的。尽管一般公认会计准则对允许的会计方法的限制以及经过加总的数据能够方便数据的使用者进行财务分析和评估，这些数据的正式性和概括性也令使用者很难从中了解到管理层在会计和报告问题上的坦诚度。

第二个信息来源是财务报表脚注中的披露。这些脚注对公司选取的会计方法进行说明，阐释报表数字的真实含义，并向阅读者提供了解公司会计倾向的线索。通过脚注，人们能够了解到在面临备选方法时，公司管理层是倾向于采用激进的会计处理还是保守的会计处理。但同样地，财务报表的正式性也限制了脚注披露的透明度。

公司年报中叙述性的部分往往比财务数字部分提供了更清晰的信息。这部分被称为管理层探讨和分析（简称为 MD&A)。这一部分对报表显示的财务数字提供了作为公司内部人的解释。它同时还肩负着让投资者理解公司做法的使命。MD&A 部分是否成功地完成其使命，也从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个侧面反映出公司管理者对业绩的态度、如何度量业绩，以及他们认为让投资者理解公司做法的重要性。

最不正式因而也是最佳的信息来源是年报中公司管理层写给股东的信，从中可以得到很多关于公司文化和对待会计倾向的信息。这个部分是四大主要信息来源中最不正式的一部分。公司主席和首席执行官们往往会在这里实话实说。如果读了信之后仍然感觉管理者没有很好地利用这个渠道向投资者说明，则价值投资者就会对管理者的责任感产生怀疑，同时也认为是对公司文化和会计倾向的负面反映。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章

未来报告问题

会计舞弊与会计本身的历史一样悠久。有所变化的只是管理者所采用的手段。目前比较重要的是本章中将列举的一些花招。作假者可能在未来利用这些花招来蒙蔽那些健忘的投资者，那些投资者忘记了价值投资的基本要求：对报表中的数字进行检验和调整。

金融衍生工具

没有出现在财务报表上的信息更加容易被操纵。最典型的就是金融衍生工具。这是一种通过风险之间的冲抵来达到规避风险效果的特殊金融工具（故而其价值也是由构成它的金融工具风险之间的关系来衍生出的）。

假设你贷了一笔按揭款而需要支付一个固定的利率，但市场上的利率水平比这个利率低，并且你预期这个市场利率会维持在这个水平甚至进一步降低。你想获得这个市场利率计的贷款，所以想废除旧按揭款而重新贷入新的按揭款。但如果这样做的话，你需要支付一笔罚金，所以你必须尝试别的方法来达到相同的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设你的哥哥正好也贷入了一笔按揭款，而且是支付浮动利率的，并且他对市场利率未来波动方向的预期与你正好相反。于是他会很愿意与你进行互换，也就是说他来支付这个固定的利率（因为他预期未来市场利率水平会高过这个利率），而你来支付浮动的利率（因为你预期未来市场利率水平会低于固定利率）。

公司之间经常进行这种利率支付的互换，而互换工具的价值则由不同利率之间的关系衍生而出。公司同时还会就一系列的标的物进行与之相关的义务的互换，前提是各公司对同一标的物有不同的预期。这包括货币汇率、石油或其他商品的价格，以及无穷无尽的其他事物，甚至包括天气。

对金融衍生工具的度量和记录是一个非常困难的会计问题。事实上，其难度大到让财务标准委员会花了十多年的时间才制定和颁布出针对这个问题的可执行标准。在很长一段时期内，尽管金融衍生工具市场规模已经发展到上万亿美元，对金融衍生工具的会计处理问题却没有得到完全解决。

为了说明会计处理的难度，我们来考虑上面提到的兄弟之间互换利率的简单例子。在这个案例中，毫无疑问双方都认为自己在互换中获利了。而实际结果一定是一方正确一方失误了，而且这个结果还会随时间推移而变化。如果利率保持低水平或继续走低，则你是正确的；如果利率走向相反，则你判断失误，要承受损失。

在某些时期（当市场利率保持低水平或继续下降的时期），你可以确定地宣称你节省了利息支出，所以你可以很合理地认为通过互换交易你获得了收入，或至少是减少了费用。而在这些时期，你哥哥则要承受损失，或至少是支付更多的利息费用。

对你在这笔互换交易中得失的判断一直能延伸到这笔按揭款到期，它可以长达 30 年的时间。而估计在这 30 年中的得失将是无比困难的，因为这需要做太多的判断。公司在估计金融衍生工具的价值时也面临同样艰难的问题。

90 年代末最终颁布的会计准则要求对金融衍生工具按照公平价值度量并在资产负债表上作为资产或负债记录。但公平价值可以每天变化，而且也不存在一个可靠的市场来度量这个价值。所以，必须进行估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计。当一项金融衍生工具的历史记录很不充分的时候，估计其价值就变得尤其困难。这也使得人们很难应用一些基本的会计准则，如保守性原则。因此，这也使得对衍生工具的会计处理很容易走向激进和欺诈的极端。

一般公认会计准则对金融衍生工具的规定与这些工具本身一样错综复杂。我们需要了解公司是如何应用这些准则以及如何对其进行说明的。价值投资者对这些解释进行仔细的研究，并从中了解到公司管理者是如何看待其公司和其会计倾向的，从而决定投资者是否应该购买该公司的权益。

资产负债表外的诡计

90 年代末的四大骗局公司出现后，国会出台了撒贝恩－欧克莱法案（Sarbanes－Oxley Act），它针对一些会计问题进行了规定。其中一个就是资产负债表外融资的问题。这种把戏的核心是采用“假装其不在那儿”的会计处理。安然公司就是一个例子，该公司创建了上千个特殊目的实体来藏匿其负债，这些负债所带来的收益被总公司所使用，但其成本却并不反映在公司业绩报告上。很多这样的实体就是由安然公司的管理人员直接管理的，这使得实体之间的谈判很容易进行，也产生出了一个利益冲突的网络。

2001 年末，人们发现安然公司在过去四年中没有对这些“关联方交易”进行有效的披露，而这些交易一直被作为“资产负债表外”交易处理。在一个臭名昭著的典型案例中，安然公司持有对 Polish 公司一项投资并且无法将其售出，于是安然将它出售给了这些特殊目的实体中的一个，并在自己的账面上记录了“利润”。这笔利润反映在了损益表上，但其详细情况却没有给予披露。

丑闻暴露的最初影响是令人吃惊的，而且情况越来越糟。安然公司 20%的所有者权益被勾销掉了，总值达 22 亿美元。随后，公司重新发布了调整后的前四年财务报表，在新发布报表中，以前所报告的净收益减少了 20%，累计达 6 亿美元（其中，1997 年减少 0.96 亿美元，1998 年 1.13 亿美元，1999 年 2.5 亿美元，2000 年 1.32 亿美元）。在资产负

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债表上，合并报表使得账面负债在2000年增加了约6.28亿美元，而之前年份的负债增加额也差不多。

一般公认会计准则要求对这一类的关联方交易进行披露。准则要求说明各方之间的关系、交易的类型和金额以及交易对财务报表的影响。披露的信息应该包括：交易条款是如何达成的，交易的会计处理方法在过去有哪些变动，更重要的是，不能够暗示说这些条款是在没有进行充分发布的情况下达成的。安然公司并没有严格遵守这些准则，它的信息披露简单而模糊，只是说明了关联方交易的存在却没有详细解释。

与安然公司丑闻中“资产负债表外”部分相关的准则更加微妙。权益投资（投票权低于20%）在资产负债表上以公平价值记录，而其收益、损失和股利则一般都计入收入账户。中等股份（20%～50%）则按照其成本记录，并且在每年做相应调整来反映所投资对象所有者权益的变化，这个调整是基于投资对象的收益或损失来进行的，而股利发放则被看做是权益转化为现金。50%或以上的所有者权益中包含了对所投资对象的控制权，因而要求进行合并的会计处理，这意味着所投资对象所有的资产和负债都应该放在母公司的账面上，再减去由别人所持有的少数股权。

50%股权是一条分界线，它决定了是采用权益法还是合并法对股权进行会计处理，这也诱惑着管理者去利用这条界线。举个例子，为何不将股权准确控制在49.5%？因为这就意味着只需要以调整后的成本在投资者的资产负债表上记录一项“权益投资”就万事大吉了，而不需要劳师动众地在母公司的资产负债表上将子公司的所有条目都合并进去，这当然也包括负债项。这就是“资产负债表外融资”的核心所在——让资产为我所用却不用在财务报告中披露与之相关的成本。

与其他操纵会计手段一样，资产负债表外融资给价值投资者带来很多麻烦。它使得价值投资者需要对资产负债表和损益表数据进行很多调整来反映被隐藏的负担和成本。应对这一难题的最好策略就是避免投资于那些不愿意透明地提供其财务数据的公司。

养老金

养老金也可能是虚假会计的温床。它是由公司代表其员工管理的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金。这些基金被投资于证券，所以其账面价值随着投资对象价值的涨落而变动。另外，可能的养老金支付（对于公司来说是负债）也在波动，因为员工会退休或死亡，而对于他们何时退休或死亡的预期在变化。度量投资的价值和可能的负债需要公司进行判断。

基金经理除了需要对劳动力的老化和死亡率进行精算预测以外，还需要对所投资产的回报率进行估计。不同预测的结果产生了不同的状况，有时资产超过了负债，有时则反之。对于公司来说，这就意味着获利或者是负债，而这些预测结果应该需要反映在公司自身的财务报表上。所遵循的会计准则，与通常一样，是很复杂的，但价值投资者特别强调其中一个重要准则。

一般公认会计准则允许公司将其支付员工养老金的成本作为费用记录，而将养老金资产收益作为收入记录。而且在每一种情况下，会计准则都允许采用养老金资产预期年回报率的估计值作为对收入的估计，即使这些收入还没有挣得。因此，过于乐观的估计就等同于增加了无根据的收益。

我们可以看到将年回报率的估计值定为 10% 的公司比比皆是，尽管美国市场上权益回报率的长期市场平均值仅为 7% ~ 8%。这一简单的数字就可以作为价值投资者的快速筛选工具来排除那些不合适的投资对象。任何采用高于 9% 或 10% 的估计值的公司都可以自动排除，除非是有特殊的情况出现来证明这种估计是合理的。

股票期权：非会计的例子

非会计奖的获得者是股票期权。这种工具在 90 年代迅速流行并成为了很多公司奖励员工的重要手段。股票期权通常是给予所有者一个在规定的时期按照规定的价格购买股票的权利。通常这个规定的价格等于或高于期权发出时的股票市价。这样做的目的是刺激期权获得者更好地管理公司——通过这样做增加公司收益，于是也就提高了股票价格，对于期权持有者来说也能获得更高的回报。

出于政治原因，一般公认会计准则从来没有强制将股票期权在损益表上作为费用处理。毫无疑问，向员工支付的现金是费用。同样，毫无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

疑问，以股票形式的支付也是费用。反对将期权计为费用的最标准理由是期权价值难以度量。但这种理由其实是诡辩，因为（a）有成熟的方法和市场来进行期权价值的评估，而且（b）估计期权价值的难度并不比其他的会计或商业评估要高。政治和权力是其真正的原因，而四大骗局公司出现的一个好的方面就是推动着会计实践朝着将期权费用化的方向发展。

尽管如此，国会仍然缺乏足够的政治意愿去正式立法来规定期权费用化。虽然国会成员曾经讨论过这个问题，但他们面对阻力的时候又后退了。只有政治原因能够解释这种倒退，因为国会颁布的很多用以应对的法律规定实际侵犯了很多更适合颁布这些法律的管制主体的领域。

但政治原因并没有阻碍财务会计标准委员会要求公司对期权进行充分的披露。委员会甚至要求公司披露已经发出的期权对净收益和每股收益的“可能”的影响，这对于价值投资来说是很重要的信息。通过分析损益表，哪些公司管理者支持对股票期权采取合适的会计处理，投资者能够一目了然。于是，投资者们不再需要依靠脚注的信息来进行判断，而价值投资者对于那些不愿意在报表正文中对期权的成本坦诚相告的公司则保持慎重的态度。

政治斗争的结果是通过另外一条折中的会计准则，此准则是关于“可变期权计划”的（通常指那些执行价格或其他条款会随以后发生的事件而变化的期权计划）。准则规定了股票期权重新定价策略，这发生在以前发出的期权没有起效果而股票价格跌到了规定的执行价格以下的情况下。

而股票期权重新定价策略则降低了执行价格，重新对期权持有者产生了动力〔熟悉手球运动的人会发现这种做法与手球运动中的“重投”（do-over）很类似〕。一般来说，会计准则认为这种行为对公司来说是需要记录的成本。但对于会计作假者来说，很容易找到另一种方法来达到同样的效果，那就是取消原来的期权计划，在等相当一段时间后重新发出新的期权计划。这就使得管理者们重新回到了不需要对股票期权进行会计处理的虚无岛（la la land）上。

价值投资者之间可能对于会计政策也各执一词。例如，各价值投资者对如何进行股票期权的会计处理便莫衷一是（除此以外，他们甚至对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是否应该使用期权也意见不一)。他们关注的关键点是管理层对为什么使用股票期权作为报酬手段以及为什么采用某一特定的会计方法来进行处理所作出的解释。这方面信息披露的质量与管理层采用的会计方法是否保守，都是管理层能力和诚实度的一个重要体现。价值投资者会作出自己的判断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 12 章

如何购买权益

价值投资需要其使用者付出艰苦的努力。一个人花费如此多的时间来对公司进行详细分析是否值得？为什么不让别人来做分析而自己仅仅是利用他们的努力成果呢？

这正是人们在市场周期循环中表现出的群体行为的原因。人们加入到一个群体当中，随波逐流，享受市场繁荣的喜悦也承受市场萧条的苦果。这种做法从社会和心理的角度上说让人觉得很安定。大家都绑在一条船上，同病相怜。这解释了为什么所有形式的非价值投资理念都能够吸引到人。

但这种群体策略从财务回报的角度上说并不明智，这是被历史事实所证明了的。这也是价值投资远比其他投资哲学成功的原因，当然除了其追随者更少。尽管价值投资的追随者比别的投资哲学少，但从另一个方面看，价值投资所具有的很多特征也是与生俱来地存在于其他投资形式中，不管是有意识的还是无意识的，并且适用于所有用以购买权益的投资工具。这些特征以及它们的广泛应用构成了价值投资的一部分。价值投资说到底就是投资。

在购买权益时，价值投资者通过评估分析寻找那些最便宜，并且安

www.55188.com 理想在线证券网

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全利润率最大的投资对象。这里面蕴含的节省的理念值得强调。价值投资者要最小化投资的成本，这包括了交易成本、佣金成本以及税金成本等。尽管价值投资者并没有直接将成本作为投资选择的标准，但对成本的考虑已经包含在了对回报率的评估中，因此它间接地也在影响选择。

指数基金与价值投资

价值投资与长期投资于指数基金有什么共同点呢？表面上看，指数基金使得投资者免除了分析之苦，但实际上这种观点是误导性的。

指数基金是一种共同基金，其管理者将资本分散，购买某一种类的所有股票，通常是组成某一市场版块的所有股票。这些市场指数版块是由一些基准公司所归纳和发布的，例如标准普尔公司及其所发布的标准普尔 500 指数。

指数基金经理会复制很多可能的市场指数，从标准普尔 500（代表大型公司），到拉塞尔 2000（代表小型公司），再到威尔谢 5000（一个代表了不同种类公司的大型综合指数），以及其他指数。在对与资本投资的竞争日趋白热化的情况下，基金经理往往会夸耀他们所购买的指数业绩超过了其他基金所购买的指数。选择指数基金的人都知道它们的局限性，也认识到指数基金不可能超过整个市场的业绩，不管是由于缺少时间、见识还是足够的资本。

指数基金在市场繁荣时表现尤为突出。而在萧条时期则乏善可陈。购买一个上升中的市场的一个片段使人显得聪明而富有，但当市场下跌时，这种购买行为就显得不甚明智甚至有些飞蛾扑火。指数基金在市场繁荣时增长而在萧条时萎缩。但对于那些连小麦和稻谷、经济现实与流行观点都分不清的投资者来说，这仍然是最好的投资方法。

不管你是购买实际股票还是购买市场指数，投资于股票都是一项风险很大的行为。即使对于那些指数投资者来说，价值投资也是不可避免的：指数投资者也需要有足够的利润率来确保所投资公司的价值大于其价格。在投资这种活动中没有捷径可言。

常识和经验也反复证明了这点。被动投资者是一种自相矛盾的说法。他们投资于如福特、埃克森美孚这样的公司股权，也投资于先锋基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金和忠诚基金等基金产品。单一股票有起有落，而整个市场也是一样。熊市常常会持续很多年，有时甚至会长达几十年。

股票基金

股票基金同样也是由专业的股票挑选者来运作的。投资人购买基金并支付服务费用。这使得投资于股票基金比指数基金成本更高。在对外宣传的时候，基金运作者会宣称他们带给投资者的经营业绩远远抵消了服务费用，而实际情况常常并非如此。挑选股票既包括了购买也包括了出售，所以对于投资者来说还要负担税金。这些都是由股票挑选者而不是投资者来控制的。

有的共同基金是封闭式的，也就是说购买这种基金需要从现有的基金持有者手中购买，通常是通过公开市场交易。而更多的是开放式基金，任何人都可以在任何时候直接地买入或卖出这种基金。这两类基金都向投资者提供专业的基金管理，收取服务费用并提供了以潜在的成本多元化投资组合的机会。

需要再一次强调的是，对于投资来说，没有摇椅型的解决方案。归根到底，所有类型的投资——指数投资、技术投资、增长投资或组合投资——都与价值联系在一起。而使得价值投资者卓尔不群的是他们在进行这些分析时的主动性。

股利再投资计划

人们通过购买和出售个别的股票来控制股票投资的税收效应。股利再投资计划（简写为 DRIPs）就是一种很吸引人的方法。它通常是由单独的公司所运行的免费项目，使得投资者能够有规律地将股利重新投资到新股份中，从而提高投资者持股数量。

DRIPs 能够帮助投资者自律，使得他们能够不断地对投资对象增加本金——这不是价值投资的特点，但 DRIPs 由于其便利性，对价值投资者也很有吸引力。在这个计划下，本应该支付给股东的股利在宣布后即被自动投资于购买新股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于那些有规律地发放股利的公司来说，这就意味着稳定地增发股票证券。DRIPs 同时也可以帮助投资者在规定时间自动从银行账户中提取资金用于购买新股份。投资者可以将这个日期设定在发薪日后，这就创造出了新的投资规则。

用 DRIPs 进行稳定投资的一个最关键的好处是使得资金以一个有规律的时间间隔投入到公司，不管价格是低于价值还是高于价值。如果在一个比较长的时间段中保持这种有规律的投资，其结果是投资者所持有的股份的平均获得成本要低于各购买日股票价格的算术平均，于是产生了这个术语“资金成本平均”。

尽管 DRIPs 很明显不属于纯粹价值投资，但它的资金成本平均效应能够产生令人刮目的投资收益。同时，DRIPs 也有和价值投资相同的一些特点。DRIPs 和资金成本平均能够减少投资者需要作出的决定的数量。它们吸引人的另外一个原因是能够真正满足价值投资标准的股票为数不多。价值投资者只需要监控公司的基本方面并且只有在这些预先设定的基本因素恶化到了一定的水平时才需要采取停止购买或出售的行动。

挂牌基金

金融市场与金融产品的交互促进在不断加速。其中一个结果就是产生了挂牌基金（简写为 ETF）。这种金融产品出现于 1993 年，是一种证券与共同基金的混合产品，目前其数量已经超过了 100 个。这些交易所交易基金在技术繁荣的时期增长迅速，大量的资本流向了 QQQ（这是 Nasdaq 100 指数跟踪股票 ETF 的代号）。

挂牌基金与开放式基金有很多相似之处：二者都是汇集大量投资者的资本用以投资于证券，两种基金的业绩评估都是基于其所投资组合的净资产价值，以及都可以无限制地发行新的基金股份。挂牌基金与股票和封闭式基金也有相似之处：它们都会在每个交易日持续地重新定价（开放式基金股份的价格每日确定一次，而且每日也只能购买和出售一次，价格是由收市时基金的净资产价值来决定的）。

挂牌基金所投资的证券通常都是基于某一市场指数来确定，而不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由管理者来进行股票选择。Nasdaq 100 的 QQQ 就是一个例子。它持有组成这个指数的全部 100 家公司的头寸。另外的例子还包括：巴克利全球投资公司（Barclays Global Investor）所发行的 iShare 系列，以及基于标准普尔 500 指数的交易所交易基金 SPDRs（由 State Street Global Advisors 公司推广发行）。ETF 中同样还有针对道·琼斯指数的基金，以及针对更小的市场版块的基金，如针对二板市场或新兴市场的基金。债券 ETF 也在日趋流行，有的偏重于公司债券，有的偏重于政府债券。

投资者购买挂牌基金的定期成本通常要低于共同基金，因为后者要向基金经理支付大量的费用来购买其股票选择能力。由于挂牌基金不用支付这个成本，所以其服务费用与指数基金更为接近。有些挂牌基金的服务费用甚至比指数基金更低，因为幕后工作都是由购买和出售股票的股票经纪人来提供的，而不是由基金本身。但股票经纪人并非免费工作，他们要收取交易费用，所以交易成本的增加削减了定期成本的节省。而最后的结果是：采用挂牌基金方式能够获得一次性的大额投资利润（经纪人服务费用较高但年费比较低），而采用共同基金则获得资金成本平均的投资利润（更高的年费，但没有经纪人费用）。

对冲基金

对冲基金这一金融服务的创新一直到 21 世纪 10 年代中期的时候还几乎是超级富豪的专利，现在它很有可能走向散户了。如果它的发展遵循 20 世纪末很多的投资工具的发展道路的话，那对冲基金这种金融工具很快就会扩散开去。这种金融工具的关键点是既购买证券，又通过一个买入期权和卖出期权的组合来对冲风险。

对冲指的是通过购买一定的投资头寸，既限制了损失，也压制了收益。假设微软公司的普通股价格在 2 月 3 号这天为 23.70 美元/股，一个共同基金经理以此价格大量购进了微软普通股，而一个对冲基金经理则会购买一定的微软买入期权并“勾销”（出售）一些卖出期权。假设他所购买的期权是“执行价格为 22.50 美元，期权价格为 3.20 美元的微软股票买入期权”（22.50 美元定义了此期权的执行价格，而 3.20 美元则是此期权的成本），同时出售的期权是“6 月份执行价格为 32.50

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元，期权价格为0.25美元的微软股票买入期权”。这两个期权都于6月20日到期。

假设到了6月20日，微软普通股的交易价格为40美元/股。如果此共同基金经理售出所持有的股票，则她每股净赚16.30美元。其计算过程为，（40－23.70）美元/股。如果此对冲基金经理和他的对家都同时执行了手中的买入期权，他将赚的7.05美元/股。其计算过程为，他以22.50美元/股购买股票，再以32.50美元/股售出，获得10美元/股的收益，这个收益再减去购买期权所花的3.20美元，再加上出售期权获得的0.25美元。

假设到6月20日的时候微软普通股的交易价格跌为15美元/股。如果此共同基金经理出售所持有股票的话，她的损失为8.70美元/股。计算过程为，（23.70－15）美元/股。而对冲基金经理损失了2.95美元/股。因为两个期权都不具有执行价值，所以都不会被执行，而对于基金经理来说，损失的是购买期权的2.95美元（3.20－0.25）。

因此，我们可以看出，尽管多头能够带来更高的收益(16.30美元/股)，但相应的损失也更大（8.70美元/股)。而对冲头寸同时限制了收益和损失（把收益压制在7.05美元/股，而损失限制在2.95美元/股)。

对冲基金经理们有时候会宣称他们采用某种特定的投资模式，当然也包括价值投资。但这种标签常常是误导性的。一个基金可能会进行与价值投资者同样的基础评估分析，但价值投资并不仅仅是基础分析那么简单。价值投资的风险对冲策略是像能力圆圈以及安全利润率这样的准则，而不是买入期权和卖出期权。

相对于安全利润率原则，对冲基金所采用的规避风险的工具更接近现代金融理论中的风险理论，用β值来度量风险。通过期权来对冲风险的做法其实直接规避的是价格波动带来的风险，而不是投资和评估判断失误所带来的风险。当对冲基金更广泛地被投资公众所接受和应用时，价值投资者们将意识到这种差异。

关于对冲基金要说的最后一点是，标签和实际常常是不相符合的。很多对冲基金实际上根本没有进行风险对冲。相反，它们仅仅是与共同基金一样的购买和出售证券。而似乎二者最大的区别就是，在美国的证券法规定中，共同基金被作为“投资公司”而严格管制，而对冲基金则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

避开了这些管制。如果发生在 21 世纪 10 年代初的共同基金丑闻曾震动了整个投资界的话，那么我们得当心到 10 年代中后期相似的对冲基金丑闻也可能出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 13 章

购买股票以外的投资选择

www.5158.com 理想在线证券网

价值投资者习惯性地将价格和价值相联系。这种态度不仅仅应用于股票投资，同时还应用于其他所有投资。对于有些资产来说，将其价格与价值相联系是很自然的事情，而对于另外一些资产则并非如此。不动产就是一个很好的例子。人们往往会很直觉地感觉到他们所购买的不动产“物超所值”，但很多人对股票投资就缺少这种直觉。相类似的还有消费品，如汽车，以及与购买消费品相关的借贷或租赁。

对于有些投资对象来说，其价格－价值差异很不容易出现。债券就是个很好的例子。这种金融工具有存续期和利率等普通股所不具有的特征。这就使得投资者更容易就其价值达成共识，而产生的价格也更反映了真实价值。而普通股缺乏这些特征，这就是为什么普通股更容易出现价格－价值差异。

所以，股票以外的其他投资选择既说明了价值投资原理的普适性，又强调了将价格与价值相联系的关键因素。这就是为什么我们要把这些投资选择归纳在一起。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债 券

对于任何公司来说，债券都比股票安全性更高。因为股票本身不带有任何承诺，在公司破产时的求偿权也排在后面。而债券则拥有优先的求偿权，提供一个规定的回报率，并且根据协议对其权益提供了更多的保护。债券是对某一特定发行者的投资，尽管如此，它和股票有同样的评估和分析准则：坚持投资于那些在投资者能力圆圈范围内，由可信赖而有能力的管理者所经营的高质量公司。

债券是一种借据，其发行者承诺偿还所借入的金额（本金），同时还支付定期的利息。债券协议规定了很多项财务保护措施来确保对债券的支付，包括限制发行者的现金支出，以防止因此而损害其偿付债券的能力，并且还规定债券持有者在发行方破产的情况下拥有相对优先的求偿权。

公共债券会在二级市场上公开地挂牌交易，如纽约股票交易所。随债券发行的还有发债说明书，其中包括了关于发行者业务的详细信息以及债券的特征。证券交易委员会和一些评级机构，如标准普尔公司、穆迪公司和费奇公司等等，定期地对债券的信用质量进行分析。

全球信用状况以及发行者的信用度决定了债务的价格——利率。应用资产评估的一般原则来分析的话，债券的价值等于其未来现金流的现值。未来现金流包括（1）定期的利息支付加上（2）到期日所偿还的本金。而用于计算价值的折现率就是投资者所能接受的投资回报率，它由发行者的信用风险和现行的信用市场状况所决定。

当发行者的信用度发生变化以及信用市场出现波动时，债券的价值也会相应变化。一般来说，当股票市场处于上升阶段时，债券相对于股票定价较低，但能够提供常规的回报。当股市下跌的时候，债券所面临的风险要小于股票。

当一个发行者的信用度降低（比如它的负债/权益比例显著上升或它的资产变现能力削弱）或信用市场对融资的态度趋于悲观（利率上升）时，就需要采用更高的折现率来评估债券的现金流。当发行者的信用度提升或市场状况改善的时候，就需要采用较低的折现率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不管怎么样，债券的面值都会与其现金流的现值不同。这种差异有可能是溢价（当债券发行价格高于其面值）或者是折价（当债券发行价格低于其面值）。

债券的市场价值波动反映了利率的波动，而价值波动也使得债券持有者所获得的回报率随之变化。债券持有者所获得的回报率称为“实际回报率”或“市场利率”。对于那些折价发行的债券来说，其实际回报率要高于票面利率。而对于那些溢价发行的债券来说，其实际回报率低于票面利率。

这些关系反映了债券的价值和现行的市场利率之间的反向联系。当利率上升时，债券价值下跌，反之亦然。假设一个债券的票面利率为10%，如果市场利率降到了 5%，此债券将比新发行的债券更值钱（毕竟拿 10%的回报比拿 5%的回报好)；如果利率上升到 15%，则其价值下跌（投资于新发行债券将获得更高的回报率)。我们由此得到一个启示：在利率高于历史平均值时购买债券将会回报颇丰——利率在这个时候更有可能下降，导致债券价格上升。

债券分析家相对于股票分析家来说更为客观。信用评级机构在对债券定级方面投入了大量的努力，而对买卖债券毫无兴趣（主要的投资银行则分析股票，但这些投行的别的部门参与股票交易)。

其他的投资者，特别是机构投资者，会做与评级机构相同的工作。这通常意味着当一个信用评级机构发布了一个债券信用等级下调的消息时，它实际上是在追随之前已有的降价压力并且雪上加霜。这样的双重效果造成债券价格过度下跌，使得降级后的债券往往成为很好的价值投资对象。由于同样的原因，评级上调往往意味着价格过于被高估。

当公司业绩良好的时候，随着蛋糕做大，股票持有者所拥有的部分也在增大，而债券持有者则不能享受这种增长。而一种两全其美的办法是购买债券与股票的混合物，即可转换债券。

可转换债券

可转换债券既给予了投资者债券的安全性，又使得他们能够享受到股票的上升收益。它所带有的债券的固定收益特性帮助投资者从容应对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的低迷。而其可转换是股票的特性，又使得投资者能够抓住股票上升的潜在机会。这两种特性的组合意味着债券特性部分比较容易估值，并且容易相应地定价；股票特性部分则变动性更大，由此也产生了对价值估计的不统一和价格-价值不同的可能性。

为了获得安全性总需要付出一定的代价，可转换债券也不例外。其代价就是在股票价格上升的时候，与同等的股票相比，其收益要少1/3。而好处是，当股票价格下跌的时候，可转换债券的损失仅仅是同等股票的2/3。可转债与股票在损失-收益方面的差异是由于固定的利息和本金支付所提供的缓冲作用，而纯粹的股票持有者在面临逆境的时候常常会一无所获。

从流动资金的角度上说，债券能够产生比股票更高的平均回报。因为一般来说，发债人所支付的利息率要高于普通股的股利回报率。对于那些更激进或者说乐观的公司来说，这个差异更大。因为这些公司将它们所获得的净利润大部分或全部都重新投入其中，而没有作为股利发放。他们认为，这样做能够进一步提升公司的利润，由此抬高股价，最后会使得投资者更有动力将债权转化为股权。

信用评级机构的评级对于普通债券来说可能比对可转换债券更重要。评级者主要通过发债人在债务到期时的偿付能力来度量其信用质量。他们也对可转换债券进行同样的分析，实际上等于没有考虑其股票特性的价值，虽然这个特性可能会带来丰厚的收益。

可转换债券市场不像股票和普通债券市场那么有效率，这就使得其价格不等于价值的可能性大大增加。作为一种资产，可转换债券在任何市场环境中都是很有吸引力的，不管市场是繁荣还是低迷。可转债的安全性体现在，当市场上升时，它能充分获取收益；当市场下跌时，它提供了由固定本金和利息所构成的底线，这远远高于股票持有者的损失底线（从理论上说，股票的价值可能最低跌到0）。

可转换债券可能最适合于那些面临短期投资的人，比如还有几年就退休的人。另一个有得有失的方面是，与投资普通股票相比，投资可转换债券可能需要投资者更经常地关注市场走势，因为其可转换为股票的特性可能会引发发债方将其赎回，而且通常这个可转换特性也有一定的时限。当可转债的转换价值高于其债权价值时，其持有者需要在很短时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间内迅速作出是否转换的选择。

不动产

大部分人在购买不动产时都相信他们购得的房产可能“物超所值”。其隐含的意思是认为价格和价值有可能不同。这说明在进行房产投资的时候，人们直觉地拥有了价值投资者的特质。

美国的房屋所有权市场在稳步上升，这与联邦政府支持抵押契约在二级市场上自由交易密不可分。同时，美国税法规定第一套住房和不动产的按揭利息可以享受税收抵减，这也促进了房产市场的繁荣。由于购房所要求的预付款比率比较适中（通常是 10% ~ 20%），越来越多的人利用这一财务杠杆来使得更多的资产为自己所用。

除非在特定的时间和地点出现投机过热的情况，一般来说，不动产价值的增长都是可靠的，这使得不动产投资成为增加资本净值的理想投资工具。美国人在近几十年中越来越多地应用家庭理财工具来利用第一套住房升值的机会。较低的利息率水平使得借贷成本降低现金流被释放，进而刺激了再融资交易。

购买第二套住房作为度假或出租用途的房产已经不再是上层阶级的专利，而是被越来越多的美国家庭所接受。特别是在利息率较低而股票市场回报疲软的时期，不动产市场便成为了很有吸引力的价值投资对象。

除去家庭需要和精神回报方面的考虑，价值评估的基本原则仍然可以应用于对不动产投资的分析。确保所支付的价格低于评估价值仍然很重要。另外，还要避免过度举债，正如要避免在股票投资中进行保证金交易一样。耐心同样也很重要。

作为房产所有者的另外一个优势是所有者本身就是资产的管理者——他运作这个房屋，进行维护，决定要再投资多少来维持和增加其价值等等。价值导向的投资者很确信自己能够完成这些工作，否则他们就会把控制权交给能胜任的人。而对于那些可能会有后勤维护问题的度假或出租用房来说，尤其是如此。

另一种在 20 世纪 90 年代广泛流行，极大地推动了不动产投资的工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具被称为不动产投资信托（Real Estate Investment Trust，简写为REIT）。不动产投资信托通过向投资者发行债务或股权来集资，并将所筹款项用于购买和持有不动产收益。一个不动产投资信托可能会集中于投资某一类的项目，比如写字楼或公寓楼，也可能是集中于某些区域，如美国东南或东北部等等，也可能同时集中于某特定区域的特定项目。

一个不动产投资信托的价值受房产或其所持有的贷款的价值所影响，它的价值取决于这些资产所能产生的偿付给投资者的现金流。不动产投资信托的优点和缺点与直接持有房产的优缺点是紧密相关的。REIT 的好处是容易购买、所需的最小投资额比较低，以及投资可以多元化，同时它还具有税收优势。将价格与价值相比较的价值投资思想仍然适用于这种投资形式。

知识产权

所有投资者都充分认识到了知识产权在创造公司价值方面越来越高的重要性。专利权、商标权、版权以及其他缺乏实体特征的资产所产生的现金流已经能够超过那些传统的“硬”资产，如房屋、车间、设备和机器等等。

但同时，持有这些知识产权的前景并没有被人们仔细地考量过。作家和作曲家拥有版权，发明家拥有专利权。这些权利很少能够给创新者带来巨大收益，但其创造者却没有忽视它们。

投资者可以购买知识产权的收益。例如，那些想拥有英国摇滚明星大卫·鲍威（David Bowie）今后全部作品的特许权的投资者都会关注他所进行的资产证券化交易。这个交易生效于 1997 年 2 月，交易以大卫今后 15 年中 250 首歌曲的权益作为标的物筹集了 5500 万美元，其票面利率为 7.9%。这是私人所有知识产权的第一次证券化交易，也是音乐录制权的第一次证券化。

证券化交易是一种久经考验的集资工具，其标的物包括所有类型的知识产权，并基于这些知识产权所能产生的现金流来发行证券。这种工具是一种特殊的信托投资，其惟一的资产就是知识产权所能带来的收益。在鲍威的例子里，这笔交易背后所代表的是各种唱片特许权的归

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

属。

这种信托投资本身就是一个法人实体。它所发行的证券通常会在公开资本市场交易。在资本市场上，这种证券更像是一种债券，它代表了对固定的利息和本金的要求权。多余的部分则归艺术家所有。

这种证券是一种固定收益投资工具，类似于债券，因此也有与债券相似的价格－价值关系。通常某一专业评级机构会对它评级，一般来说其等级都比较高，例如 A 级或更高等级。有各种方式来保证此债券的高信用质量，如由一个 AAA 级的金融机构担保的支付，或者当资金短缺时从艺术家的剩余份额中提取现金储备。

知识产权能够产生大量的现金流，而搞清楚谁享有那些权益非常重要。艺术家获得的支付仅仅是针对他们与唱片公司签订的特许权合同。因为仅仅是这些资产（特许权）在支持信托投资，而不是艺术家的其他资产。作曲家和发行人分享三种特许权：出版权、公开表演权和同步录制权（在商业活动中）。发行人还拥有翻录权，唱片公司使用歌曲的原始版本需要支付费用。

鲍威的交易是个人音乐特许权证券化的例子。另一种形式是捆绑证券化，也就是多个艺术家的特许权集中在一起证券化。捆绑方式被唱片公司所欢迎，因为这样它们便同时与多个固定的艺术家签订了合同，而他们可以共同支撑起某一个单个艺术家无法支撑的交易。

贵金属

对于像黄金和白银这样的贵金属的估值与其他投资对象比又有所不同。对于普通的投资对象的估值通常是依靠其公司的内在价值，而这又是由公司所能创造的未来现金流的折现值来度量的。这种方法把现金作为度量价值的基本工具。

尽管如此，在政治和经济出现重大危机的时期，以及重商主义高度盛行的时期，纸币失去了其价值，而贵金属则重新成为了价值的储存体。在这样的时期，持有少量的具有较高内在价值的贵金属是一种谨慎的做法。

白银是一种最后的保值物。当出现重大危机的时期，纸币价值一落

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

千丈，而白银却能保持坚挺甚至升值（黄金价格也会猛涨，如下面所示)。在每一个投资者的投资组合中都应该考虑持有少量比例的贵金属(从几个百分点到10%左右，取决于市场环境)。

白银是一种投资对象，所以同样的投资法则适用于它。投资于白银的价值投资者应该理解白银是如何被提炼、加工、使用、购买和出售的。而就短期而言，他们需要明白需求和供给对白银价值的影响。从更广泛的重要性来看，白银是一种工业金属，这就意味着它作为一种生产投入存在着基础需求。

举个例子，从供给的方面看，白银通常是另一种基础金属即铜的副产品。因此，当铜的价格上升时，白银价格就会趋于下降。从需求方面看，它最主要的用途是在电影中（因此才有银屏一说)。尽管如此，数码影像不需要消耗白银，随着它的发展和推广，对白银的需求也会相应减少，从而对其价格造成下降的压力。

最方便的购买白银的方式是购买银条或者小额硬币。它们通常定价合理，而经销商也只是收取适当的溢价。而那些纪念性或者是装饰性的银币和银质珠宝则被经销商加了太高的利润，它们更多的是一种奢华品而不是很好的投资工具。它们的价格和价值常常变动很大，因为人们在其中加入了个人情感，于是其私人价值常常在其市场价值之上。

一种进入白银投资市场的方法是持有白银开采公司的股份。当金属价格上升时，开采公司能够从中获利，而当金属价格下降时，开采公司却不会受到成比例的损害。因此，公司的绩效进而其股票价格即使在金属市场疲软的时候仍然能保持坚挺。对公司的估值也是基于估计的公司未来现金流。而这个现金流既来源于现有产量所能产生的收益，也来源于已经探明或可能的白银储备所可能带来的收益。纯粹价值投资者通常不喜欢估计收益的增长，以上则是一个例外。

尽管在黄金也在从电子到化工的广泛领域拥有工业用途，但它主要还是一种货币金属。它的价值主要还是由宏观经济因素，如利息率、货币波动以及通货膨胀水平等决定。这使得黄金相对于白银和其他贵金属而言，对经济的结构性震荡更加敏感。一个例子就是中央银行从金本位货币制度过渡到与黄金脱钩的货币制度。尽管黄金曾经一度是应对高通货膨胀和利息率的最有效的保值工具，今天它的地位已经被例如期货和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期权这样的金融衍生工具所代替。

收 藏 品

白银既可以作为一种直接的投资对象，也可能作为一种收藏品。例如，稀有的银币或银质酒杯也可以储存价值。同样，画作、过时的海报、雕塑以及其他艺术品也可以是价值载体，当然也包括了如手表、汽车和家具这样的古董。收藏品如果按照其产生的经济回报率来计算的话，往往是非常棒的投资对象。但从另一个方面，其拥有者往往会对其产生情感依恋，因此即使回报丰厚，他们也不愿意出售。

在持有这些收藏品的时候，理所当然地应该把它们作为投资组合的一部分来评估它们的经济价值、风险和前景。但也要适当考虑情感方面的因素。当一个人遇到紧急情况时，让他出售 1000 美元的银行存折或 100 股 IBM 股票要比让他出售一打美国银币要容易得多。这再次强调了价格与价值的差异这一价值投资的核心问题。

表格 13.1 总结了本章中探讨的各种投资选择及其价格 – 价值关系。

表 13.1 投资选择及其价格 – 价值关系

普通债券	债券期限和票面利率决定了评估和价格
可转换债券	其股票特性产生了可变性，价格和价值有时候不同
不动产	购买者在寻求一个“物超所值”的交易时直觉性地承认了价格与价值的差异
贵金属	供给 – 需求的不平衡产生了价格 – 价值差异
其他收藏品	个人情感附加产生了价格 – 价值差异

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 14 章

重要原则总结

归根到底，价值投资是将常识应用于资本分配领域。前面章节中讨论过的价值投资的一般哲学和关键工具可以被进一步提炼归纳。我们可以从中归纳出以下 10 种价值投资原则。

市场先生原则

价值投资者养成了将价格与价值相联系的习惯，他们认识到股票市场有涨有落而单个股票的价格也相应地摇摆。在股票与股票市场的关系中，牛市说明了过度乐观的情绪，而熊市则表现了过度悲观的市场情绪。而价值投资者则坚守理性的态度，既不过分乐观，也不过分悲观。市场上有的股票价格高于其内在公司价值，有的则价值被低估。尽管从长期来看，这种差异会被填平，但理想的投资策略仍然是积极地寻找那些价格低于价值的投资对象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商业分析原则

价值投资者从来不会去猜测市场或者某一股票是处于高峰、低谷还是其他任何位置。市场上总会有一些股票定价低于其价值，而另外一些高于其价值。在市场态势强劲的时期，例如20世纪90年代末期，价值投资的机会相对比较少；而在市场低迷时期，例如21世纪10年代中后期，价值投资机会更多。价值投资对象的集合在市场下跌时扩大，而在市场上升时收缩。而随着悲观或乐观的市场情绪的传播，又会进一步强化这种趋势。因此，进行商业分析需要具备商业、会计以及评估方法的知识。

合理定价原则

价值投资者从来不会浪费时间和精力去预测股票价格什么时候会达到顶峰或谷底。如果价格低于价值，价值投资者就会购买该股票，因为他们知道价格有可能还会进一步下跌。但从长期来看，这个缺口会缩小甚至会逆转。

傻瓜原则

傻瓜会在股票投资中损失金钱。那些不具备对公司内在价值进行评估的能力的人根本就不应该参与到股票的选择和投资中来。他们就像扑克赌博中的冤大头一样，完全没有意识到自己的钱要不了多久就会易主。扑克和股票选择都是很需要技巧的事情，不适合那些过度自信的人。

能力圆圈原则

价值投资者会对他们自己的能力进行实实在在的评估。如果他们怀疑自己选择股票的能力，他们就会回避。价值投资者知道自己的局限，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因而严格地定义自己的能力圆圈。他们会避免投资于不在能力圆圈内的投资对象，甚至是接近能力圆圈的对象。这种方法帮助投资者排除了大量的行业，强调将时间和资源集中地应用在研究自己熟悉的公司上。那些甚至都没办法界定自己能力圆圈的人则应该完全避免进行股票选择。

对于那些想把自己财富的一部分分配到股票投资上的人来说，他们应该选择一种投资工具，例如共同基金、指数基金或通过一个多元化的退休金账户，而不应该投资于某一单独的股票。尽管如此，这些投资工具仍然体现的是市场的一个子集，因此它们本身也可能是被过高或过低定价了。这就意味着对于这些投资工具仍然可以应用相同的 10 个原则，只不过可能没有那么严格罢了。

壕沟原则

市场周期波动、价格 – 价值差异以及过度自信的风险都要求投资者在选择投资对象时要非常谨慎。在分析公司时，价值投资者需要明确公司是否有足够的抗风险能力。价值投资者会避免投资于那些被产品市场萎缩、行业萧条、竞争加剧和技术转型所威胁的公司。公司本身必须被壕沟所拱卫，也就是那些能够帮助公司抵御这些不良影响的防护因素，比如强势品牌、基本产品、市场实力以及充足的研发资源。商业特权价值就体现在高而持续的权益回报率。

安全利润率原则

价值投资者们担心他们在遵守前面五个原则的情况下仍然有可能犯错误，于是他们又增加了一条保护措施。基于价格不同于价值的观点，价值投资者坚持获取尽可能大的价格价值差异率。这种做法产生了安全利润率，它能有效防止判断的失误。尽管这 10 个原则都不应该被忽略，但安全利润率原则是最基础和普遍的。遵守这条原则也就是遵守了其他 9 条原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

姻亲原则

21世纪初那些充斥报章头条的会计丑闻再次强调了诚信这一古老主题在投资中的重要性。价值投资者只会投资于那些由值得信赖的管理人员所经营的公司。投资者很看中经营管理人员在这方面的记录。历史记录并不总是可靠的，但如果有记录表明某一管理者曾有过违法行为，那也就足以让投资者将他所在的公司排除。价值投资者会把他们考虑投资公司的管理者想像成潜在的姻亲，如果他们都不愿意自己的孩子嫁给该公司的高层管理人员，那么他们也不会向该公司投资。

精英主义原则

很少有股票或者其他投资对象能够严格地满足这些原则。价值投资者把自己的投资组合看成是他们所运作的入会限制严格的俱乐部，而市场上的公司则是想加入这个俱乐部的申请者。对于投资者来说，错误地拒绝公司入会比错误地允许入会更安全。那些通过了严格限制政策后被邀请入会的公司就会经常受到邀请，因为他们的股票已经成为了应对不测情况的保值物。更重要的是，在各种资产类型中多元化投资组合——同时持有储蓄账户、债券、不动产以及股票——而不仅仅是在股票中多元化投资对象。

所有者原则

所有这些原则累积起来所产生的效果就是使得价值投资者在公司投资中的角色不仅仅是股票的所有者，而且是公司所有者。因此，才有了商业分析原则、壕沟原则、安全利润率原则和姻亲原则。价值投资要求投资者在选择股票时就像一个小业主在对他的商店、农场或者公司做决策一样。价值投资需要把眼光放长远，避免像鼠目寸光的交易者那样迅速地易手。这就是价值投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索 引 表

accounting and financial analysis	会计和财务分析
accounts receivable	应收账款
alternatives to equities	股票以外的投资选择
AOL Time Warner Inc.	美国在线时代华纳公司
balance sheet analysis	资产负债表分析
bankruptcy reorganization	破产重组
beta value, beta risk	β值，β风险
"big bath" scheme	"大冲洗"策略
bonds	债券
book value	账面价值
brand name recognition	品牌认同度
bubbles (See market bubbles)	市场泡沫
Buffett, Warren E.	沃伦·巴菲特
bull market of 1990s	20 世纪 90 年代的牛市
business analysis	商业分析
buying equities	购买股票
capacity swaps	能力互换
capital allocation	资本分配
capital asset pricing model (CAPM)	资本资产定价模型（CAPM）
cash	现金
cash flow analysis (See also discounted cash flow)	现金流分析（同时参看"折现现金流分析"）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

certified public accountants (CPAs)	注册会计师（CPA）
circles of competence	能力圆圈
collectibles as investment	作为投资的收藏品
competitive analysis	竞争分析
compound annual growth rate (CAGR)	复合年增长率（CAGR）
compounding principle	复利原理
consumer loyalty	消费者忠诚度
convertibles	可转换债券
copyrights (See intellectual property as investment)	版权（同时参看“作为投资对象的知识产权”）
corporate governance (See also management quality)	公司治理（同时参看“管理素质”）
cost of equity, discount rate and	折现率和权益成本
cost of doing business and expense reporting	经营成本和费用报告
coverage ratio	覆盖比例
current earning, value measurements and	价值度量和当期收益
current liabilities	流动负债
current ratio	流动比例
customer base	客户群
day trading	当日交易
debt	负债
debt to equity ratio	负债/权益比例
defensive investing	防守型投资
depreciation expense	折旧费用
depression of market (See market depression; bear markets)	市场萧条（参看“熊市”）
derivatives	金融衍生工具
disclosure rules for financial information	财务信息的披露准则
discount factors, in bond investing	债券投资中的折现因子
discount rate	折现率
discounted cash flow (DCF) (See also cash flow analysis)	折现现金流（DCF）（同时参看“现金流分析”）
discounting, cash flow analysis and	现金流分析和折现
diversification, portfolio investing and	组合投资和多元化
dividend reinvestment plans (DRIPs)	股利再投资计划（DRIPs）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

dividend yields	股利回报率
dividends	股利
Dodd, David L.	大卫·多德
dollar cost averaging	资金成本均摊
doubling periods and rate returns	翻番时间和回报率
drivers of value	价值驱动因素
earnings before interest and taxes (EBIT), cash flow analysis and	现金流分析和息税前利润（EBIT）
effective yield, bonds	债券的实际回报率
efficient market hypothesis	效率市场假说
elitism principle	精英主义原则
Enron Corp.	安然公司
enterprising investing	进取型投资
equities	股票（权益）
equity funds	股票基金
exchange traded funds (ETFs)	挂牌基金
expense reporting, problems in	费用报告中的问题
expense of depreciation and amortization, cash flow analysis and	现金流分析和折旧及摊销费用
ExxonMobil	埃克森美孚公司
fair value	公平价值
falling market	下跌的市场
Fidelity	忠实基金
Financial Accounting Standards Board (FASB)	财务会计标准委员会（FASB）
financial analysis (See accounting and financial analysis; financial ratios)	财务分析（参看“会计和财务分析”；“财务比例）
financial leverage index	财务杠杆指数
financial ratios	财务比例
Fisher, Philip A.	菲力普·费舍尔
Ford	福特公司
franchise value	商业特权价值
frauds and fantasies	骗局和幻觉
fundamental analysis	基础分析
future earnings, value measurements and	价值度量和未来收益
generally accepted accounting principles (GAAP)	一般公认会计准则（GAAP）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

geometric rate of return	几何回报率
Global Crossing Corp.	国际交叉公司
globalization	全球化
gold	黄金
goodwill	商誉
Graham, Benjamin	本杰明·格雷汉姆
Great Crash of 1929	1929 年股市大崩溃
Greenspan, Alan	阿兰·格林斯潘
growth companies	增长型公司
growth investing	增长投资
growth's value	增长的价值
hedge funds	对冲基金
herds strategy	群体策略
hidden assets	隐性资产
history and development of value investing	价值投资的发展史
home as investment	作为投资对象的住房
Ibbotson & Sinquefeld Yearbook	《艾博森及辛奎费尔德年鉴》
in – law principle	姻亲原则
income statement analysis	损益表分析
income, quality of (See quality of income)	收益（参看“收益的质量”）
index investing	指数投资
information about companies, sources of	有关公司的信息的来源
intangible assets	无形资产
intangible value	无形价值
intellectual foundation of value investing	价值投资哲学的智力基础
intellectual property as investment	作为投资对象的知识产权
Intelligent Investor, The	《聪明的投资者》
interest, compounding	复利
inventory	存货
inventory turnover rate	存货周转率
Investor's Business Daily	《投资者商业日报》
leverage, financial leverage index in	财务杠杆
liabilities	负债
licenses	执照，许可证
liquidation value	清算价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

long – term debt	长期负债
luck in investing	运气在投资中的作用
Lynch, Peter	彼得·林奇
Magellan Fund	麦哲伦基金
management quality (See also corporate governance)	管理素质（同时参看“公司治理”）
margin of safety (See safety principle)	安全利润率（参看“安全原则”）
mark – to – market rules	紧盯市场准则
market analysis	市场分析
market bubble	市场泡沫
market depressions	市场萧条
market prices	市场价格
market rate, bonds	债券的市场利率
market return	市场回报率
market risk premium	市场风险溢价
market timing	市场跟风
market trends	市场趋势
MCI (See WorldCom Inc.)	MCI 公司（参看“世界通信公司”）
metrics (See value measurements)	指标（参看“价值度量”）
moat principle	壕沟原则
momentum indicators	动力指标
momentum trading	动力交易
Mr. Market metaphor	“市场先生”的比喻
net – net working capital figure	纯净营运资本数
New Economy	新经济
O' Neil, William J.	威廉·奥尼尔
off – balance – sheet financing	资产负债表外融资
owner principle	所有者原则
patents (See also intellectual property as investment)	专利权（同时参看“作为投资对象的知识产权”）
patsy principle	傻瓜原则
pension funds	养老金
philosophy of investing, value vs. price	投资哲学，价值与价格关系
Ponzi Scheme	庞氏骗局

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

portfolio investing	组合投资
portfolio management	投资组合管理
precious metal as investment	作为投资对象的贵金属
premiums, discount rate and	折现率和溢价
present value (PV), in compounding	复利计算中的现值（PV）
price to book value	价格/账面价值比例
price to cash flow ratio	价格/现金流比例
price to earning ratio	市盈率
price vs. value, philosophy of investing and	投资哲学和价格－价值关系
pro forma accounting	预测会计
profit margin, gross and net	毛利率和净利率
property, plant and equipment	房屋，工厂和设备
quality of income	收益的质量
quick ratio	速动比例
Qwest Communication Internationals Inc.	奎斯特国际通讯公司
Random Walk Down Wall Street	《华尔街漫步》
rates of return and compounding	回报率和复利计算
ratios (See financial ratios)	比例（参看“财务比例”）
real estate investment trust (REIT)	不动产投资信托（REIT）
real estate	不动产
reasonable price principle	合理定价原则
receivables turnover rate	应收款周转率
reproduction cost method, value measurement and	价值度量和重置成本法
return on assets	资产回报率
return on equity	权益回报率
return on investment	投资回报率
rising market	上升的市场
risk - free rate	无风险回报率
risk management	风险管理
round tripping	来回交易
Rule of 72s	72 法则
Russell 2000	拉塞尔 2000 指数
safety principle	安全原则
Sarbanes - Oxley Act and off - balance - sheet financing	撒贝恩－欧克莱法案和资产负债表外融资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

scuttlebutt method of business analysis	商业分析的水桶方法
Security Analysis	《证券分析》
silver	白银
special purpose entities (SPEs)	特殊目的实体（SPEs）
speculative investing	投机型投资
Standard & Poor' s	标准普尔公司
Standard & Poor' s 500	标准普尔 500 指数
stock options	股票期权
stocks, value measurements and	价值度量和股票
styles of investing	投资模式
Sunbeam	阳光公司
takeovers	接管
technical investing	技术投资
time horizon and rates of return	时间长度和回报率
trademarks (See intellectual property as investment)	商标权（参看“作为投资对象的知识产权”）
traditions of value investing	价值投资的传统
trends of market (See market trends)	市场趋势
U. S. Treasury debt and discount rate	美国国库券和折现率
valuation (See value measurements)	评估（参看“价值度量”）
value measurements	价值度量
value vs. price, philosophy of investing and	投资哲学以及价值－价格关系
Vanguard Fund	先锋基金
variable option plans	可变期权计划
variations of value investing	价值投资的变种
weighted average cost of capital (WACC)	加权平均资本成本（WACC）
Wilshire 5000	威尔谢 5000 指数
WorldCom Inc.	世界通信公司
Xerox Corp.	施乐公司